

中金环境(300145)

——环保产业结构协同发展的综合服务商

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 3.43 元

转型环保综合服务商，协同发展迎来业绩拐点

中金环境紧跟国家政策动向，业务调整坚决果断。2017年剥离金山环保后，正式确立设备制造、环保咨询设计、环境综合治理、危废处理四大业务板块协同发展的“环境医院”产业链闭环体系，由离心泵龙头转型为环保综合服务商。公司2018年上半年实现营业收入20.96亿元，同比增长32.87%；归母净利润3.22亿元，同比增长28.84%。环保综合治理业务范围扩大，危废业务不断放量，公司业绩拐点已现。

南方泵业成现金奶牛，环保领域轻重结合

中金环境前身南方泵业仍可贡献50%以上营收。其销售策略出色，毛利率高于行业平均水平15%，随着CDM泵等全新产品的推广，其营收有望保持每年10%以上增长。“好医生”中咨华宇已形成环保咨询+工程设计“双核驱动”新格局，充分利用上市公司资源倾斜加大环保中下游投资，今年上半年业绩承诺完成度已达88.29%。

全力打造特色专科：收购金泰莱，进入危废处理业务

公司于2017年末以17.87亿元全资收购金泰莱科技有限公司，正式进军危废处理行业。目前我国危废处置缺口巨大，未来有望保持20%到30%年增长率。金泰莱在浙江省内以及周边省份竞争力强，盈利能力高于去年同期金山环保，毛利率接近50%。省外水泥窑等业务稳步推进，有望进一步扩大产能，超额完成业绩承诺。

排除隐忧，二级市场值得期待

公司与金山集团股权问题处理顺利；可转债考虑资金用途和市场环境暂不会提速；各子公司业绩稳定，未来商誉减值风险较低。公司激励政策完善，子公司之间沟通顺畅，股权结构优化，二级市场值得期待。我们预计，公司18年预计实现每股收益0.44元；19年和20年分别实现每股收益0.53、0.68元。按照当前主营业务拆分后利润比例加权的可比公司11倍PE估算，目标价4.84元，首次覆盖“增持”评级。

风险提示：新增订单与PPP落地情况不达预期，环评、危废政策重大变动，应收账款确认坏账损失，商誉减值风险，证券市场持续下行的股权质押风险、并购后的管理风险等。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,790	3,815	4,959	6,323	7,840
收入同比(%)	43%	37%	30%	28%	24%
归属母公司净利润(百万元)	510	591	847	1,022	1,302
净利润同比(%)	80%	16%	43%	21%	27%
毛利率(%)	45.3%	44.7%	42.8%	41.5%	41.4%
ROE(%)	12.6%	12.8%	15.7%	16.2%	17.3%
每股收益(元)	0.76	0.31	0.44	0.53	0.68
P/E	16	13	8	6	5.
P/B	1.95	1.72	1.22	1.04	0.88
EV/EBITDA	10	8	5	4	3

发布时间：2018年10月15日

主要数据

52周最高/最低价(元)	17.21 / 3.43
上证指数/深圳成指	2,606.91 / 7,558.28
50日均成交额(百万元)	48.94
市净率(倍)	0.84
股息率	0.00%

基础数据

流通股(百万股)	1,185.64
总股本(百万股)	1,923.44
流通市值(百万元)	4,066.73
总市值(百万元)	6,597.39
每股净资产(元)	4.07
资产负债率	49.26%

股东信息

大股东名称	沈金浩
持股比例	26.65%

国元持仓情况

52周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	刘涛
执业证书：	S0020515050001
电 话：	021-51097188-1957
邮 箱：	liutao@gyzq.com.cn
联系人：	黄卓
执业证书	S0020117070050
电 话：	021-51097188-1935
邮 箱：	huangzhuo@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市梅山路18号 安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

目 录

第 1 部分 转型环保综合服务商，协同发展迎来业绩拐点.....	5
1.1 与时俱进，离心泵龙头转型综合环保服务商.....	5
1.2 打造产业链闭环“环境医院”，实现各板块业务协同发展.....	8
1.3 传统业务稳健增长+进入高毛利高增长危废行业，业绩拐点初露端倪.....	9
第 2 部分 现金奶牛南方泵业，技术革新再出发.....	10
2.1 传统业务地位稳固，市场份额有望再度提升.....	10
2.1.1 泵行业特色迥异，南方泵业领军不锈钢离心泵市场.....	10
2.1.2 客户定位清晰，销售策略得当，逐步抢占格兰富市场份额.....	13
2.2 毛利率高于行业水平，现金奶牛名副其实.....	14
2.3 引进欧洲技术团队，技术革新带来新增长点.....	15
第 3 部分 “好医生”效力初显，环保领域轻重结合.....	17
3.1 从环评龙头走向综合治理，“好医生”中咨华宇业绩持续高增长.....	17
3.1.1 资质健全的环评龙头，三大设计院协同发展.....	17
3.1.2 逐步走向综合治理，毛利下滑无碍业绩大增.....	20
3.1.3 总公司资源倾斜，利益绑定更为紧密.....	21
3.2 污水污泥处理景气度下降，后续投入可能减少.....	22
3.2.1 污水污泥处理重资产特征明显，行业景气度下降.....	22
3.2.2 剥离金山环保优化工程结构，应收账款账龄缩短.....	23
3.3 产业闭环+绿色循环，重点工程收获颇丰.....	26
3.3.1 产业闭环：以清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目为例.....	26
3.3.2 绿色循环：以陆良县废弃菜叶无害化处理项目为例.....	28
第 4 部分 打造特色专科：收购金泰莱，进入危废处理业务.....	29
4.1 收购金泰莱，进军危废蓝海.....	29
4.1.1 危废处置行业前景广阔，金泰莱资质健全.....	29
4.1.2 金泰莱产能稳步扩张，未来有望涉足水泥窑.....	31
4.2 议价能力强，高毛利助推发展.....	32
4.3 下半年收入更高，业绩承诺有望超额完成.....	35
第 5 部分 排除隐忧，二级市场值得期待.....	35
5.1 金山问题处理顺利，股权交割即将完成.....	35
5.2 可转债发行未提速，无压制股价担忧.....	37
5.3 重要子公司业绩稳定，未来商誉减值风险较低.....	38
5.4 激励政策全面到位，股权结构持续优化.....	39
第 6 部分 盈利估值预测与投资建议.....	40
第 7 部分 风险提示.....	44

图目录

图 1：中金环境历史沿革	5
图 2：中金环境产业结构	5
图 3：中金环境转型紧跟政策动向	8
图 4：环境医院概念示意图	9
图 5：中金环境营业收入及归母净利润走势图	9
图 6：中金环境期间费用控制得当，费用率同比出现下滑	10
图 7：2018 上半年中金环境各板块营收及利润结构图	10
图 8：主要泵业公司近年营收增长率	11
图 9：南方泵业历史沿革	12
图 10：中金环境水泵业务营收超凌霄泵业一倍	12
图 11：中金环境与格兰富主要特征对比	14
图 12：中金环境水泵业务毛利率高于行业水平	15
图 13：中金环境通用设备营收及利润走势图	15
图 14：CDM/CDMF 轻型立式多级离心泵基本介绍	16
图 15：CDM/CDMF 泵主要参数一览	16
图 16：南方泵业两项重大技术革新产品	17
图 17：南方泵业营收增速大于台数增速	17
图 18：环评行业重要法律法规	18
图 19：中咨华宇组织架构图	18
图 20：中咨华宇营收实现快速增长	20
图 21：中咨华宇超额业绩承诺指日可待	21
图 22：中咨华宇涉足综合治理工程后毛利率稍有下滑	21
图 23：2017 年中金环境对各子公司投资情况	22
图 24：污水污泥处理板块重资产特征明显	22
图 25：金山环保 2017 年未能完成业绩承诺	23
图 26：中金环境应收账款规模扩大	26
图 27：中金环境应收账款账龄缩短	26
图 28：清河 PPP 项目现场及周边相关图片	27
图 29：以清河 PPP 项目为例的产业闭环模式	27
图 30：以陆良废菜叶无害化项目为例的绿色循环模式	28
图 31：工业危废处置缺口巨大	29
图 32：金泰莱历史沿革	30

图 33: 2008 年后危废政策连续出台	30
图 34: 金泰莱危险废物处置工艺图	31
图 35: 金泰莱厂区部分图片	31
图 36: 金泰莱 2018 上半年产能分配及订单情况	32
图 37: 金泰莱毛利率显著高于东江环保	33
图 38: 金泰莱议价能力强四大原因	33
图 39: 金泰莱危废处置类别、吨数配置合理	34
图 40: 浙江省危废处理价格低于周边省份	34
图 41: 金泰莱预计将超额完成业绩承诺	35
图 42: 金山环保资产剥离情况	36
图 43: 金山集团 4.73 亿尾款清偿方案完成	37
图 44: 中金环境商誉情况	38
图 45: 中金环境激励政策全面到位	39
图 46: 中金环境股权结构图	40

表目录

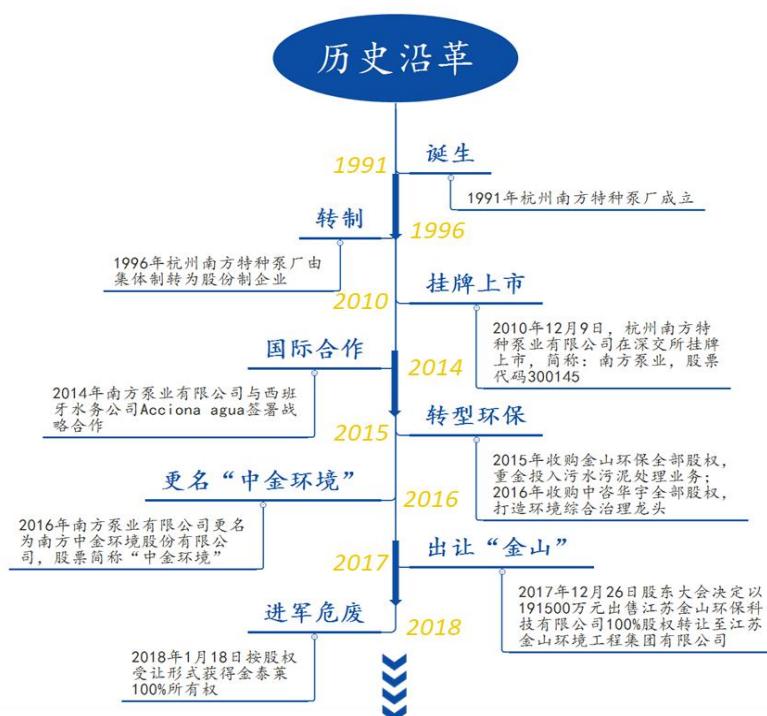
表 1: 中金环境三大环保业务相关政策变迁史	6
表 2: A 股泵业上市公司主营产品各异	11
表 3: 世界主要泵生产厂商	13
表 4: 中金环境前五大客户及销售占比	14
表 5: 中建华帆主要项目成果	19
表 6: 洛阳水利主要项目成果	20
表 7: 中金环境已完成工程一览	23
表 8: 中金环境在建工程一览	24
表 9: 中金环境在建工程模式名词解释	25
表 10: 东江环保业务构成及毛利率	33
表 11: 可转债募集资金用途一览	37
表 12: 中金环境激励、增持价明显高于股价	39
表 13: 分项业绩预测 (单位: 百万元)	42
表 14: 同业比较估值	42
附表 1: 资产负债表 (百万元)	42
附表 2: 利润表 (百万元)	43
附表 3: 现金流量表 (百万元)	44
附表 4: 主要财务指标	44

第1部分 转型环保综合服务商，协同发展迎来业绩拐点

1.1 与时俱进，离心泵龙头转型综合环保服务商

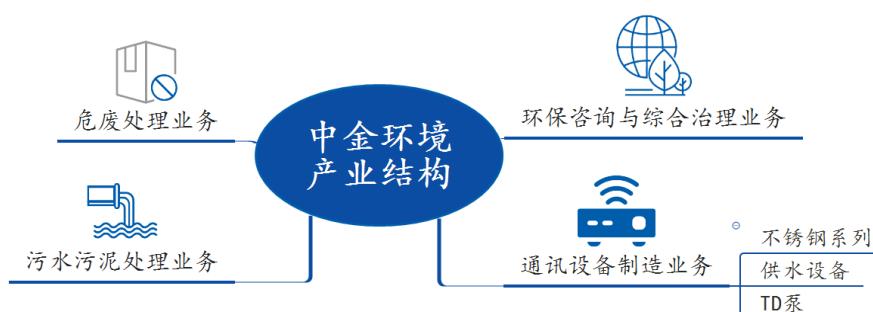
南方中金环境股份有限公司的前身为成立于 1991 年的杭州南方特种泵厂，2010 年于深交所挂牌上市，简称南方泵业，股票代码 300145；2015 年全资收购金山环保，逐步进军环保领域；2016 年南方泵业有限公司正式更名为中金环境股份有限公司（以下简称“中金环境”），同年全资收购子公司中咨华宇。中金环境于 2017 年 12 月出售江苏金山环保科技有限公司（以下简称“金山环保”），2018 年 1 月按股权转让形式获得浙江金泰莱环保科技有限公司（以下简称“金泰莱”）100% 所有权。经过近 30 年的发展，中金环境已经形成了通用设备制造、环保咨询与综合治理、污水污泥处理和危废处理四大业务协同发展的产业结构，由原先的单一离心泵制造龙头企业转型为一家综合环保服务商。

图 1：中金环境历史沿革



资料来源：公司公告、WIND、国元证券研究中心

图 2：中金环境产业结构



资料来源：公司公告、WIND、国元证券研究中心

环保行业在国内外日益受到关注和重视，中国在国际社会上是负责任的环保大国。2009年全国人大常委批准加入《巴黎气候变化协定》，国家领导人也多次在公开场合强调“青山绿水”生态文明建设的重要性。潮流驱使，中金环境逐步将自己的定位由传统制造业公司转型为环保综合服务公司。每一次的转变都是其对产业政策、宏观经济的快速响应。正是由于公司对环保行业政策的高度敏感性，才使得转型成功自然。细化来看，公司现有三大环保业务伴随政策变化经历了多次结构调整：

1、环评：环保之根，前路未定。2016年中金环境宣布全资收购民营环评龙头中咨华宇，成为环评领域的重要力量。环评行业是个高毛利、重视资质门槛较高的行业，但随着环评政策要求简化、下放、取消环评相关行政许可事项，强化环评事中事后监管，范环评技术服务，建设单位需选择具有相应能力的环评单位。未来是否取消环评资质尚不可知。单纯的环评业务面临着继续大幅扩张的瓶颈，所带来的责任压力和项目风险也在加大。因此，中金环境目前正在由环评咨询逐步向下游发展，全程参与负责相关环保项目的进程，既可以扩大营收规模也可以规避项目风险。

2、污水污泥/PPP项目：不断提标，成本上升；逐步规范，政策收紧。2015年《水十条》重磅出炉，要求切实加大水污染防治力度，其中包括集中治理工业集聚区水污染；加快城镇污水处理设施建设与改造；全面加强配套管网建设；推进污泥处理处置。同年，公司决定全资收购金山环保科技有限公司，加大污水污泥处理业务投资力度。但是，近几年来关于污水处理的标准不断上升，尤其是公司重点投入的城市污水处理厂提标改造标准上升较快，一些城市和地区对污水处理厂的出水水质要求较高，需要从一级A提高到地表水IV类水体标准。这样的改造难度较大，一般需要对处理工艺进行调整，根据实际工程需要增加高级氧化、膜分离等处理技术，无形中增加了企业处理成本也加剧了行业竞争。除此以外，公司还需要和市政合作大量PPP项目。自2016年末以来，PPP政策开始收紧，无论是审批还是信贷都更加谨慎。考虑到种种政策因素，公司最终在2017年出售金山环保，逐步降低污水污泥处理业务的比例，对待PPP项目的态度也更加慎重。

3、危废处理：快速推进，环保蓝海。早在2004年，国务院就颁布了《危险废物经营许可证管理办法》，规定在中华人民共和国境内从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的单位，应当依照本办法的规定，领取危险废物经营许可证。近几年来，一方面工业企业产生的危废数量激增，和危废处理企业的产能出现严重不匹配的现象；另一方面环保部和国务院接连下发了十二五、十三五危废污染防治规划和“无废城市”、“危废清零”的意见，要求提高我国危废处理能力。这直接促使了危废处理价格的上升，危废行业的快速发展。因此，中金环境看准了这片环保蓝海，于2018年正式完成了对金泰莱科技有限公司的收购，涉足危废领域。

表1：中金环境三大环保业务相关政策变迁史

大环保：全球瞩目 举国同心	
2009/12/15	联合国气候变化大会通过名为“巴厘路线图”决议，目的在于针对气候变化全球变暖问题寻找共同解决措施。
2016/9/3	中国人大常委批准加入《巴黎气候变化协定》
2017	习近平总书记“绿色治理”观念：绿水青山就是金山银山
2018/5/19	习近平总书记出席全国生态保护大会，会中强调要加大力度推进生态文明建设、解决生态环境问题，坚决打好污染防治攻坚战；提高环境治理水平。要充分运用市场化手段，完善资源环境价格机制，采取多种方式支持政府和社会资本合作项目，加大重大项目科技攻关，对涉及经济社会发展的重大生态环境问题开展对策性研究。

表2 (续): 中金环境三大环保业务相关政策变迁史

2018/6/16	国务院下发关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见，加快补齐城镇污水收集和处理设施短板；完善污水处理收费政策，各地要按规定将污水处理收费标准尽快调整到位，原则上应补偿到污水处理和污泥处置设施正常运营并合理盈利；强化固体废物污染治理，开展“无废城市”试点，推动固体废物资源利用化。
环评：环保之根 前路未定	
2002/10/28	《中华人民共和国环境影响评价法》第 19 条规定接受委托为建设环境影响评价提供技术服务的机构，应当经国务院环境保护行政主管部门考核审查合格后，颁发资质证书；第 3 条规定在中华人民共和国领域和中华人民共和国管辖的其他海域内建设对环境有影响的项目，应当依照本法进行环境影响评价。
2018/1/25	环评[2018]11 号文：简化、下放、取消环评相关行政许可事项，强化环评事中事后监管；规范环评技术服务，建设单位需选择具有相应能力的环评单位。取消环评前置，并不取消环评资质。
污水污泥处理：不断提标 压力加大	
2004/11/8	国家环境保护总局公布《环境污染治理设施运营资质许可管理办法》中要求从事环境污染防治设施运营单位，必须按照规定获得相应资质，未获得资质证书单位，不得从事环境污染防治设施运营活动。
2012/8/1	新《环境污染治理设施运营资质许可管理办法》对运营资质等级进行调整，并且提高了甲级资质的确认条件。
2015/4/16	国务院发布水十条，切实加大水污染防治力度，其中包括集中治理工业集聚区水污染；加快城镇污水处理设施建设与改造；全面加强配套管网建设；推进污泥处理处置。
2016/10/11	习近平总书记主持召开的深改组第 28 次会议通过了《关于全面推行河长制的意见》
2017/6/27	第十二届全国人大常务委员会第二十八次会议修正中《中华人民共和国水污染防治法》：新增排污许可制度；强化监管力度；并着重强调化工行业废水处理技术需要加强。
PPP 项目：逐步规范 政策收紧	
2015/5/19	国发办[2015]42 号：财政部 发改委 中国人民银行，推广政府和社会资本合作模式，其中环境保护纳入合作范围。
2015/7/2	发改法规[2015]1508 号：大力推进特许经营项目建设，积极运用 BOT 等模式
2015/12/8	财金[2015]158 号：对 PPP 项目按照投资规模给予一定奖励
2016/10/24	发改投资[2016]2231 号：要求建立各地区各行业传统基础设施 PPP 项目库，并统一纳入国家发改委传统基础设施 PPP 项目库；其中加强了对 PPP 项目入库的审核标准。
2017/4/26	财预[2017]50 号财政部、发展改革委、司法部、人民银行、银监会及证监会联合发布要求设立政府性债务领导小组，全面改正 PPP 项目中地方政府不规范的融资担保行为。特别强调地方政府不得要求企业为政府举债或变相举债。
2017/11/8	财办金[2017]92 号：强调了已入库 PPP 项目在重新稽查过程中不符合具体要求的予以清退。
2017/11/17	四大行对 PPP 项目态度逐渐转为谨慎，另外交通银行、招商银行、广州农商银行等可能已经暂停新业务申报。
2017/11/28	国资发财管[2017]192 号：要求央企对 PPP 项目的净投资不得超过上年度集团合并净资产的 50%；资产负债率高于 85% 的子公司不得开展 PPP 业务；明确对 PPP 业务重大决策实施终身责任追究制；不得以明股实债或购买劣后分级份额等方式投入项目资本金。
2018/9/11	财政部向各省发布《关于规范推进政府与社会资本合作（PPP）工作的实施意见稿》中强调规范有序推进 PPP 工作。

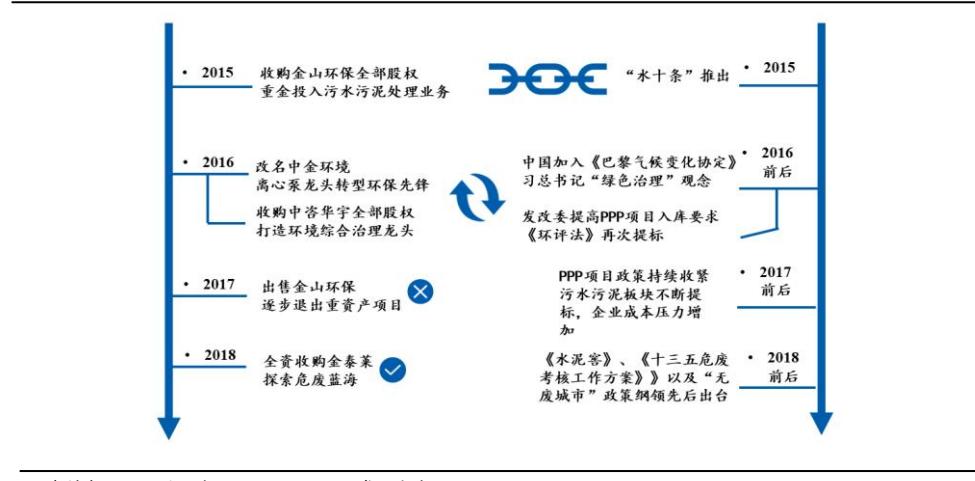
表3 (续): 中金环境三大环保业务相关政策变迁史

危废处理: 快速推进 环保蓝海	
2004/5/30	国务院颁布《危险废物经营许可证管理办法》，规定在中华人民共和国境内从事危险废物收集、贮存、处置经营活动的单位，应当依照本办法的规定，领取危险废物经营许可证。
2012/10/8	《十二五危险废物污染防治规划》强调狠抓源头，不断提高危废污染防治水平。
2016/12/15	环保部颁布《水泥窑协同处置固体废物污染防治技术政策》，大力推动水泥窑项目。
2017/4/27	环保部颁布《十三五全国危险废物规范化管理督查考核工作方案》，突出考核经营单位和重点产废单位，进一步提高审核标准。
2018/6/16	国务院下发关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见强调：强化固体废物污染治理，开展“无废城市”试点，推动固体废物资源利用化。

资料来源: 环保部、E20研究院、WIND、国元证券研究中心

注: 选取中金环境(包括子公司)开始涉足环保领域之后的政策，早期政策不予考虑

图3: 中金环境转型紧跟政策动向



资料来源: 公司公告、WIND、国元证券研究中心

1.2 打造产业链闭环“环境医院”，实现各板块业务协同发展

“环境医院”概念是中金环境董事长沈金浩率先提出的品牌建设思路，即引领环保咨询设计、环境综合治理、危废处理、设备制造四大业务板块协同发展，把治理环境像治病救人一样来对待。具体而言，公司的子公司“中咨华宇”相当于是好医生，充分利用其健全的环评资质为工程项目开环境处方，提供咨询服务。接下来，孙公司中建华帆、惠州院和洛阳水利等承担起具体项目的设计工作，相当于设计治疗方案，针对可能的病情拿出具体化的治疗措施。随后，公司在当地成立项目公司，全权负责项目进程，相当于为病人做手术实施治疗。在治疗过程中，子公司南方泵业会为施工方提供大量的专业化设备，如不锈钢立式离心泵等，做好物质保障工作。为了提供特色化专业化的服务，公司又在去年末收购金泰莱，打造特色专科，专门解决危废处理这一环境治理疑难杂症。以外，公司总部和旗下中金科研院还将提供财力和智力支持，为环境医院各个部门正常运转保驾护航。

目前，“环境医院”的构想已经初步实现，这一理念不仅仅停留在品牌宣传上，更是已经为公司带来较为显著的财务效用。由于各板块业务协同合作，形成产业闭环，公司的资源利用率提高，获取优质项目的议价能力也显著提升，大多数工程项目的毛利率可达50%左右。

图 4：环境医院概念示意图

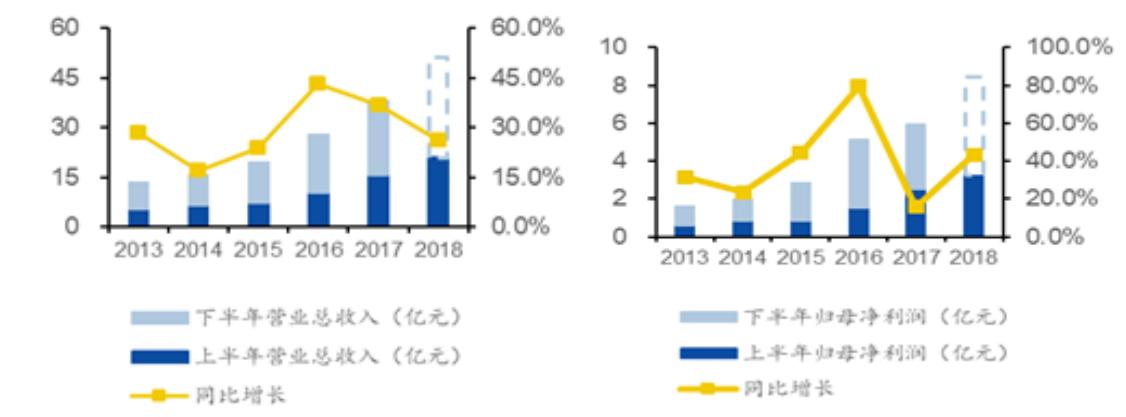


资料来源：WIND、国元证券研究中心

1.3 传统业务稳健增长+进入高毛利高增长危废行业，业绩拐点初露端倪

中金环境 2018 年上半年实现营业收入 20.96 亿元，较去年同期增长 32.87%；实现归属母公司净利润 3.22 亿元，同比增长 28.84%；实现扣非后归属母公司净利润 2.74 亿元，同比增长 17.17%；非经常性损益对扣非利润影响较大，主要是处置金山环保股权收益 5,395 万元所致。整体看，公司在剥离金山环保之后经历了短期阵痛，但随着金泰莱收购完成，遗留问题逐步解决公司业绩正呈现出回暖趋势，同口径下增速更高。通过最近几年公司营收数据发现，下半年营收和利润占全年总额比例明显高于上半年，因此今年下半年预计中金环境业绩仍会保持较高增速。

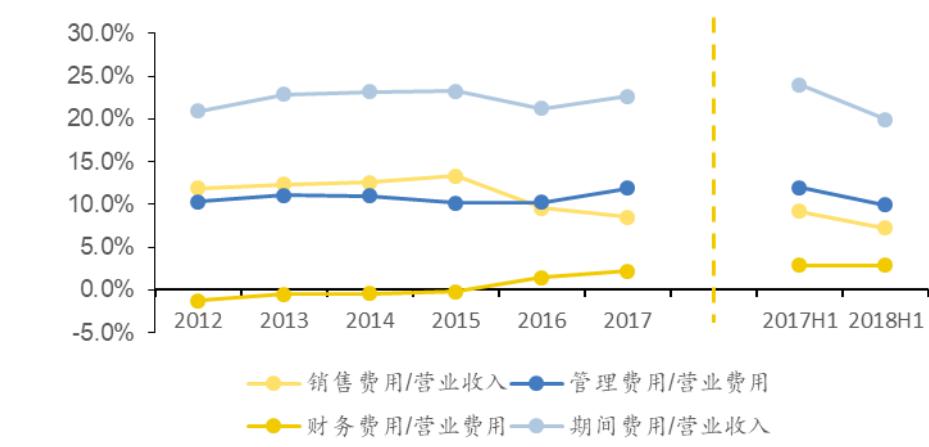
图 5：中金环境营业收入及归母净利润走势图



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

公司虽接连并购中咨华宇等轻资产公司，但费用控制较好。每年的期间费用虽稳步上升但费用率增加有所放缓，到 2018 年上半年期间费用率反而同比下降 4%。具体来看，公司承接的 PPP 项目进入投资周期，导致财务费用同比提高 32.89%。公司销售费率逐年下降，由 9.2% 降至 7.2%，管理费用率由去年同期的 12% 降至 10%。

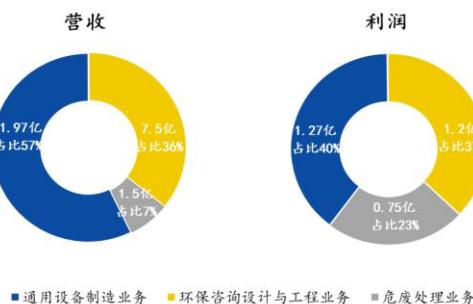
图 6：中金环境期间费用控制得当，费用率同比出现下滑



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

公司虽加速向环保综合服务商转型，但其传统主营业务通用设备制造尤其是不锈钢泵制造仍然保持着每年至少 10% 到 20% 的增长率，不锈钢立式泵市场占有率达到 25%。根据 2018 年半年报数据显示，通用设备制造业务营收达 11.97 亿元，占比达到 57%，利润为 1.27 亿元，占归母净利润比重为 40%，仍为第一大收入和利润来源。今年上半年水泵业务市场拓展顺利，毛利率稳定在 40% 左右。CDM 等新型号泵的运用投产有望带来额外收益。

图 7：2018 上半年中金环境各板块营收及利润结构图



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

与 2017 年报不同的是，已剥离的金山环保科技有限公司不再计入合并报表，公司于去年末收购的金泰莱科技股份有限公司则首次计入合并报表，并贡献了 1.5 亿元的营收和 0.75 亿元的利润。营收占比 7%，利润占比高达 23%。这充分体现了金泰莱所处的危废行业高毛利的特征。根据下文测算，金泰莱有望在未来两到三年内保持 20% 到 30% 以上的利润增长速度，或成为中金环境未来重要利润增长点之一。

第 2 部分 现金奶牛南方泵业，技术革新再出发

2.1 传统业务地位稳固，市场份额有望再度提升

2.1.1 泵行业特色迥异，南方泵业领军不锈钢离心泵市场

中金环境的前身南方泵业成立于 1991 年，是我国最早研制不锈钢泵的公司之一。经

过长达二十多年的发展，已成长为我国不锈钢离心泵的龙头企业，主要产品包括 CDL/CDM 系列立式多级离心泵、CHL 系列卧式多级离心泵、成套供水设备、污水泵、暖通泵、中开泵、消防泵、计量泵、油泵、深井泵等多系列产品，公司核心产品不锈钢离心泵市场占有率常年保持在 20%以上（根据产业信息网研究和公司对外公布的数据）。上述产品广泛应用于净水处理、楼宇供水、暖通系统、医药及电子清洗等行业。随着我国智能楼宇的不断发展，施工、生产、生活所需的水泵数量也在不断增加，诸如城市直饮水、智能自控系统都需要大量不锈钢泵作为支撑，市场前景广阔。

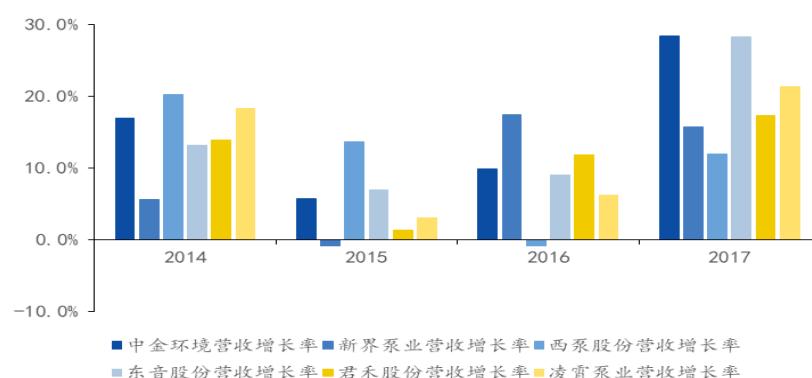
另据中国产业信息网资料，2016 年全球水泵产业市场规模达 740 亿美元，中国水泵行业的市场规模为 1,616.7 亿元，中国市场规模占全球比例约为 35%。根据中国通用机械协会统计数据显示，目前国内泵行业规模以上工业企业超过一千家（其中大多数为工业泵生产企业），主要分布在华东、东北、中南等地区。国内泵企业年销售额、生产规模、产品品种、品牌影响力等与国外大企业相比有较大差距。我国泵行业制造商数量众多，生产厂商集中度较低，在泵行业重要的细分市场领域，市场份额越来越向几个优势企业集中。以泵业 A 股上市公司为例，几乎没有主营产品在细分行业有冲突的公司，正所谓百花齐放各有所长，各家公司的行业护城河都较强。我们统计了主要几家泵业上市公司过去几年的营收增长率情况，发现除了个别年份个别公司有异常值外，整体营收增长率均为正值且高于 10%，整个行业仍处于较快增长期，行业天花板暂无迹象。尤其对于中金环境而言，其 2017 年更是收获了营收大涨 28.3% 的优异成绩，后文详细解释具体原因。

表 2：A 股泵业上市公司主营产品各异

证券代码	证券简称	上市日期	流通市值 (亿元)	毛利率(%)	主营产品
300145.SZ	中金环境	2010-12-09	80.98	38.30	不锈钢立式离心泵
300403.SZ	地尔汉宇	2014-10-30	36.12	35.78	家电排水泵
002532.SZ	新界泵业	2010-12-31	23.44	28.97	农用水泵
002536.SZ	西泵股份	2011-01-11	32.28	26.50	汽车水泵
002793.SZ	东音股份	2016-04-15	24.36	26.33	潜水泵
603617.SH	君禾股份	2017-07-03	18.13	23.78	家用水泵
002131.SZ	利欧股份	2007-04-27	106.72	10.91	微型泵
002884.SZ	凌霄泵业	2017-07-11	24.49	27.17	民用离心泵

资料来源：WIND、国元证券研究中心

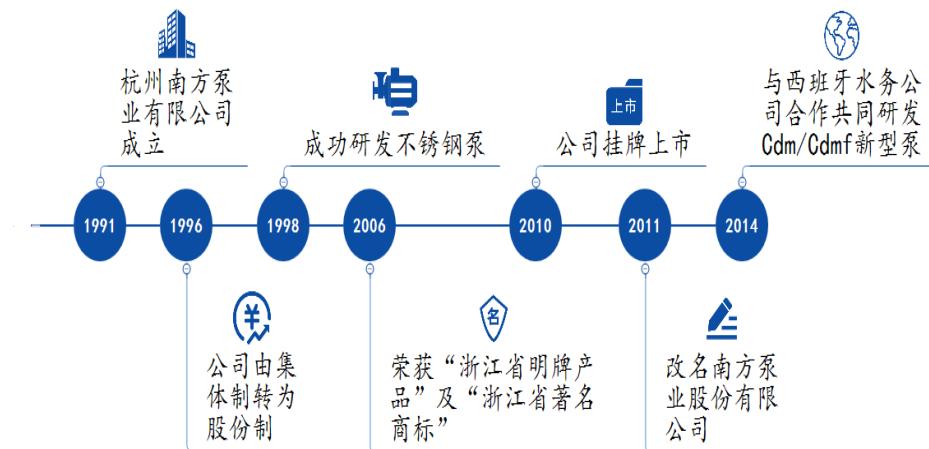
图 8：主要泵业公司近年营收增长率



资料来源：WIND、公司官网、国元证券研究中心

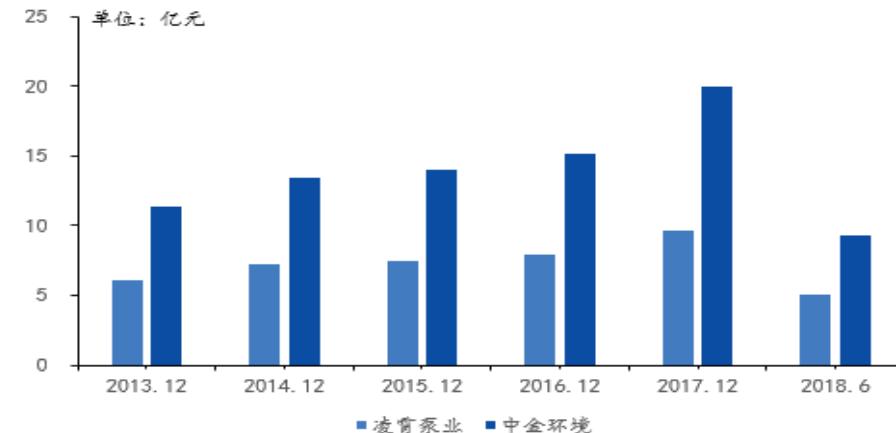
南方泵业的主营业务不锈钢离心泵在国内的竞争对手主要是丹麦格兰富集团。在 A 股上市公司中，仅有凌霄泵业的主营产品与其类似，均为离心泵。但凌霄泵业上市时间晚，总市值小，每年水泵业务的营收几乎仅为中金环境的一半，且有进一步拉开差距的趋势。随着行业集中度的不断提升，南方泵业国内不锈钢离心泵的龙头地位很难被动摇。

图 9：南方泵业历史沿革



资料来源：WIND、公司官网、国元证券研究中心

图 10：中金环境水泵业务营收超凌霄泵业一倍



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

国际上，世界泵行业大约有一万家泵制造厂商。根据 Mcilvaine 公司 2015 年发布的《Pumps: World Markets》的数据显示，随着近年来跨国泵企业不断加大全球收购力度，全球泵行业的集中度不断提升，前 200 家泵制造厂商的销售额占世界泵市场总量已超过 50%。这些巨头公司基本占据了所属国家的泵业市场，处于寡头或垄断地位，这也验证了我国泵行业集中度将在未来进一步提高的预期。

表 3：世界主要泵生产厂商

公司	概况
丹麦格兰富 (Grundfos)	世界上最大的不锈钢冲压焊接离心泵生产厂家，在中国无锡、上海和青岛设立了生产厂和物流中心。中国市场被其称为“第二本土市场”。
德国威乐 (WILO)	泵和泵系统的主要的制造商之一，主要适用于供热，冷却和空调技术以及供水和污水处理。
日本荏原 (Ebara)	离心泵理论的奠基者，世界最大的泵生产商之一，1992 年开始在意大利设厂生产不锈钢冲压焊接离心泵。目前在中国北京、西安、烟台、青岛等地投资建厂。
美国 Xylem	2011 年从 ITT 集团剥离，拥有世界知名行业领导品牌的水技术解决方案和产品，在沈阳、南京、无锡有投资设厂。
德国 KSB	世界著名的现代化制造泵和阀门的大公司，业务领域包括建筑服务、工业和公用供水事业、能源部门及采矿， KSB 在中国已拥有 4 家分公司。
美国福斯 (Flowserve)	世界公认的电力、石油、天然气、化工及其他行业的泵、阀门、密封自动控制及服务的领导厂商。目前在上海成立了一家流体控制公司和一个快速反应中心，另外在上海和北京还设有销售代表处。
瑞士苏尔寿 (Sulzer)	世界上最大的泵供应商之一，在世界范围内设立了众多的办事机构、售后服务点和制造厂。目前在上海、大连以及苏州建厂。
德国威乐 (WILO)	世界顶尖水泵和水泵系统的制造商之一。公司发展至今，已形成年产水泵 500 多万台 (套) 的以自动化生产为主的规模，居全球暖通空调用泵行业首位目前在中国有北京和秦皇岛两个工厂。
美国贝克休斯 (Baker Hughes)	美国一家为全球石油开发和加工工业提供产品和服务的大型服务公司。旗下 Centrilift 公司：在油田电潜泵系统和井下油水分离技术方面处于世界领先水平。可制造 ESP 系统全部的关键部件，其中包括为油田应用设计的专用铠装电缆和变速马达控制器。贝克休斯在北京、蛇口、成都、塘沽及库尔勒都设有办公室，且在蛇口、塘沽、东营及重庆设有服务基地。

资料来源：公开信息整理、国元证券研究中心

2.1.2 客户定位清晰，销售策略得当，逐步抢占格兰富市场份额

南方泵业在国内最主要的竞争对手格兰富是世界上最大的不锈钢冲压焊接离心泵生产厂家，产品质量过硬，颇受欢迎。作为一家老牌制造企业，格兰富也有自身的问题。格兰富一直以价高质优著称，客户多为一线城市市政或知名的大企业。自 1994 年进入中国市场以来，格兰富的产品应用于建筑、工业、基础设施建设、区域供热、污水处理等多个领域，先后参与过鸟巢、水立方、人民大会堂等诸多标志性项目建设。但我们从格兰富的财报中发现，其过去几年的销售收入增长率仅仅只有个位数，进入 2016 年后更是只有 1% 以内的涨幅，业务拓展的天花板迹象十分明显。从销售策略看，格兰富十分强调客户忠诚度，强调维护大客户的关系。在西方的财报体系中，往往用客户忠诚度这一概念来表述客户关系，其具体含义为顾客出于对企业或品牌的偏好而经常性重复购买的程度。格兰富过去几年的客户忠诚度一直维持在 85 以上，这是一个相当高的水平，一方面可以看出格兰富对特定客户确实具备较强的吸引力，另一方面结合上涨乏力的销售数据可以推测出新客户的扩张可能比较困难，对老客户的依赖度较高。

与格兰富不同的是，南方泵业并不会对固定客户产生依赖感，而是把重点放在中小

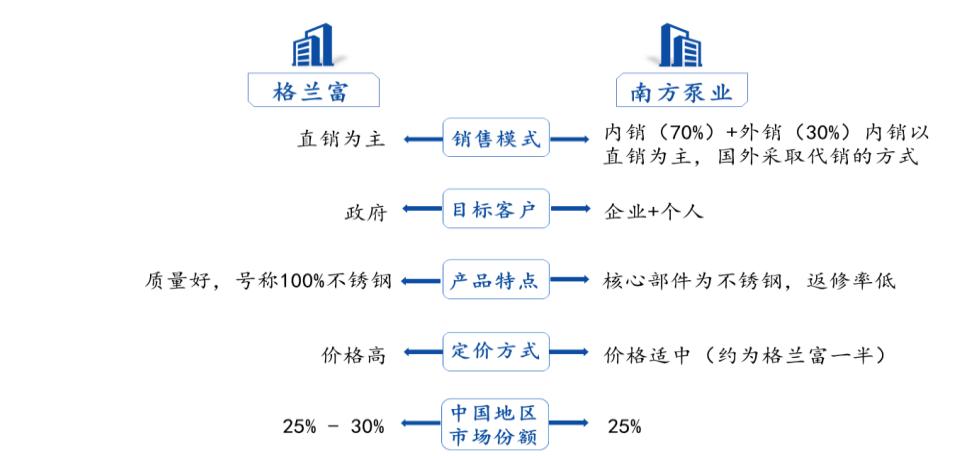
型企业、二三线城市的市政建设上。首先，南方泵业的定价比格兰富便宜一半以上，中小型企业对不锈钢泵品牌、材质没有过高追求的情况下一般更倾向于南方泵业的不锈钢泵。目前南方泵业的不锈钢泵销售台数已经超越格兰富，排名第一。另外根据统计，2015年中金环境在并购金山环保、中咨华宇和金泰莱等公司前，其前五大客户基本就是南方泵业的前五大客户，但是销售比例最高的宜兴市水利机电局也不过只有5.66%。涉足环保领域后，前五大客户中几乎都是金山环保或中咨华宇的客户，南方泵业的大客户销售占比继续降低。南方泵业的销售模式基本都采取直销模式，已建立了辐射全国的营销网络，南泵事业部在国内设有办事处逾二百个，销售人员近千人。强大的销售能力保障其每年保持着稳定的销售增长率。从公司公布的数据看，南方泵业在不锈钢泵细分领域的市占率已经超过25%，大有逼近甚至赶超格兰富的趋势。

表4：中金环境前五大客户及销售占比

序号	2015	2017
1	宜兴市水利机电局, 5.66%	无锡奥尔吉科技有限公司, 9.51%
2	大丰市大港水务发展有限公司, 5.42%	大丰市大丰港水务发展有限公司, 4.90%
3	广州索格泵业有限公司, 1.99%	无锡市市政公用产业集团有限公司, 4.64%
4	印度南方 CNP Pumps India Pvt.Ltd , 0.86%	宜兴市水利农机局, 1.52%
5	印度南方 PT SOUTHERN INDONESIA , 0.71%	广西力沃创客城投资有限公司, 0.84%

资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

图11：中金环境与格兰富主要特征对比

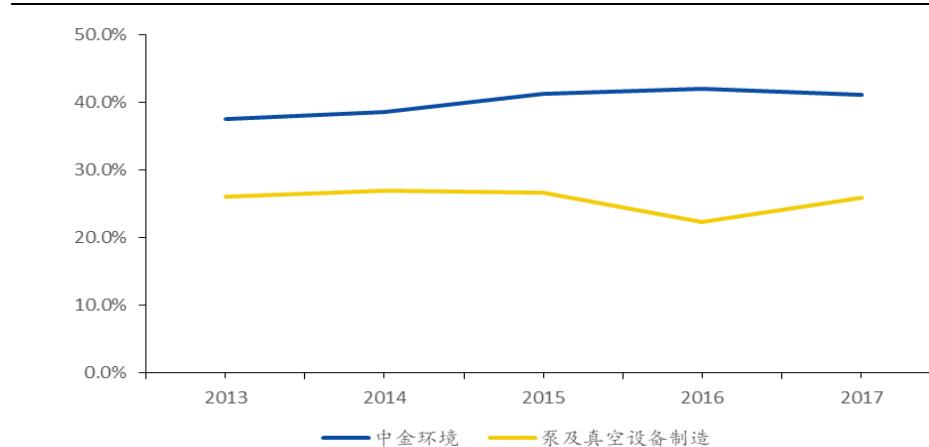


资料来源：公开信息整理、国元证券研究中心

2.2 毛利率高于行业水平，现金奶牛名副其实

制造行业的毛利率高低直接决定了企业的盈利能力和护城河强弱，南方泵业出众的销售能力和稳定的产品质量助推了毛利提升。比较泵及真空设备制造上市公司相关财务数据可以发现，南方泵业近年来毛利率水平一直处于行业领先地位，平均毛利率水平接近40%，高出行业均值近15%。

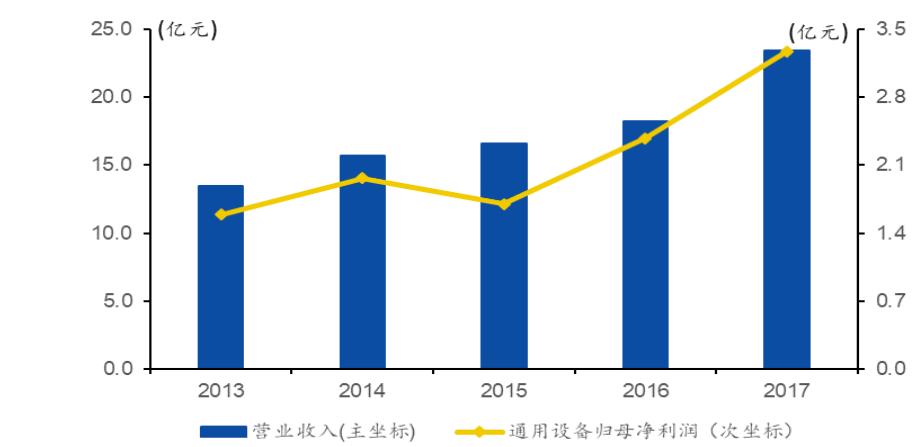
图 12：中金环境水泵业务毛利率高于行业水平



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

盈利能力方面南方泵业同样亮眼。南方泵业引领的通用设备制造业务一直都是公司的现金奶牛。进入 2015 年后，尽管公司逐步转型为环保综合服务商，但实际上制造业务反而实现了营收的跨越式发展。这当中的原因一方面是技术革新销售得当，另一方面则是环保业务协同发展带动了水泵的需求。2017 年公司通用设备制造业务实现营业收入 23.44 亿元，同比增长 28.33%；净利润 3.28 亿元，同比增长 37.83%。在公司整体现金流状况受到环保工程项目影响逐步趋紧的背景下，泵业板块稳定的收入为公司注入了源源不断的新鲜血液。

图 13：中金环境通用设备营收及利润走势图



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

2.3 引进欧洲技术团队，技术革新带来新增长点

为了进一步提高市场竞争力，南方泵业一直在积极进行技术革新。近年来最主要的成绩是 CDM/CDMF 轻型立式多级离心泵和第六代无负压供水设备，已服役于南方泵业智慧水务整体解决方案。

CDM/CDMF 轻型立式多级离心泵是 2014 年由西班牙巴塞罗那研发中心与南方研究院共同设计研发的新产品，团队成员包括西班牙赫罗纳大学荣誉博士 Marc Font，以及全国泵标准化技术委员会委员、全国泵标准化技术委员会轻型多级离心泵工作组秘书长、南方泵业总工程师赵才甫等数百名专业技术人员。产品采用创造性的工业

设计，全面优化叶轮、导叶水力技术，能效指标突破性达到 $MEI \geq 0.7$ (MEI, Minimum Efficiency Index, 水泵最小能效指标，是指与水泵尺寸无关的衡量水泵在高效点、小流量点和大流量点时水力效率的参数，数值越大效率越高)。其具有节能、低噪、环保及机构紧凑、外形美观、重量轻、使用维护方便、可靠性高等特点，获得国家实用新型专利 6 项、外观专利 4 项，且叶轮密封结构设计技术处于国际领先地位，已被鉴定为“国际先进、国内领先水平”。

图 14: CDM/CDMF 轻型立式多级离心泵基本介绍

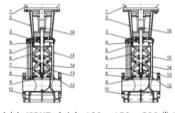


团队介绍

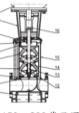
南方泵业 研究院	西班牙巴塞罗 那研究中心
冯忠明 全国泵标准化技术委员会委员、全国 泵标准化技术委员会轻型多级离心泵 工作组秘书长、南方泵业总工程师	Marc Font 西班牙赫罗纳大学 荣誉博士
赵国忠 我国立式多级离心泵行业标准起草 人、国内第一代冲压泵研发人、南方 研究院技术总监	Marc Pelegri 西班牙赫罗纳大学 流体动力学教授
陈建国 公司工匠技能带头人、国内第一代冲 压泵研发人、技能大师工作室负责人 南方泵业国家级技术中心研发团 队近百名专业技术人员	Jordi Armengol 前赫罗纳大学机械工 程系，多年从事流体 力学领域前沿研究



产品介绍



CDM (左) / CDMF (右) 120、150、200 轻型离心泵



产品概述

CDM/CDMF 系列为参照欧洲标准自主研发的新一代、高效率轻型立式多级离心泵，是作为CDL/CDLE产品的升级型号。CDM适用于无腐蚀性液体，CDMF适用于轻度腐蚀液体。

产品特点

全面优化叶轮、导叶水力技术，能效指标突破性达到 $MEI \geq 0.7$ 。具有节能、低噪、环保及机构紧凑、外形美观、重量轻、使用维护方便、可靠性高等特点，并集十几项国内外专利于一身。

应用领域

新产品广泛应用于供水、工业
增压、工业液体输送、暖通、
水处理等。

运行条件

全封闭电机，风冷式二级标准电
机，运行条件在海拔1000m以下，
液体温度在-15°C至120°C。

资料来源：公司官网、国元证券研究中心

图 15: CDM/CDMF 泵主要参数一览

特征	型号	CDM/CDMF												
		1	3	5	10	15	20	32	42	65	85	120	150	200
额定流量 [m ³ /h]		0.28	0.83	1.39	2.78	4.17	5.56	8.89	11.67	18.06	23.61	33.33	41.67	55.56
额定流量 [l/s]		0.05-	0.24	0.44	0.85	1.44	2.24	3.29	4.60	7.55	10.80	15.11	20.15	28.40
流量范围 [m ³ /h]		0.14-	2.4	0.33-	4.4	0.67-	8.5	1.39-	2.22-	4.11-	6.94-	13.89-	16.67-	27.78-
流量范围 [l/s]		0.14-	0.67	0.33-	1.22	0.67-	2.36	1.39-	2.22-	4.11-	6.94-	13.89-	16.67-	27.78-
最大压力 [bar]		24	23	24	24	24	23	29	30	22	17	16	16	16
电机功率 [kW]		0.37-	2.2	0.37-3	0.37	0.75-	5.5	0.75-	11	1.1-15	1.1-18.5	1.5-30	3.0-45	4.0-45
温度范围 [°C]		-15—+120												
最高效率 [%]		48	58	70	72	73	73	73	75	76	77	74	73	79

资料来源：公司官网、国元证券研究中心

第六代 NFWG 无负压供水设备拥有 4 大关键技术：多级稳流调节、防御性负压抑制、智能辅助控制和智能变压控制技术，具备安全性极强、云端远程运维等特点，平均吨水能耗 $0.58\text{ kW}\cdot\text{h}/(\text{m}^3\cdot\text{MPa})$ ，节能降耗提升 30%~45%。该设备可直接从市政管网取水，通过变频稳压控制、稳流补偿、负压抑制等功能的联合作用，消除水泵工作时产生的吸程对市城供水压力的影响。

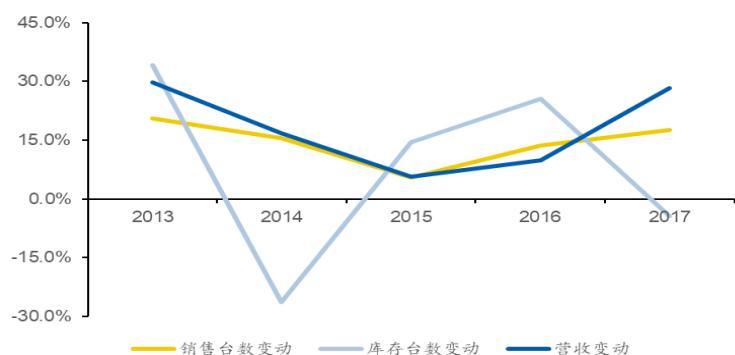
图 16：南方泵业两项重大技术革新产品



资料来源：公司官网、国元证券研究中心

新产品为南方泵业带来的财务效应已经开始显现。据了解，今年上半年 CDM 泵已经获得超过 2 亿元的订单，且单一水泵定价也有明显提升（主要得益于 CDM 高端泵定价较高）。从下图可知，南方泵业近期营收增速要明显快于销售台数增速，这说明产品单价在上升。另外，库存数量增速放缓甚至出现负增长，这充分说明产品销售情况火爆，库存管理积极有效。

图 17：南方泵业营收增速大于台数增速



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

第 3 部分 “好医生”效力初显，环保领域轻重结合

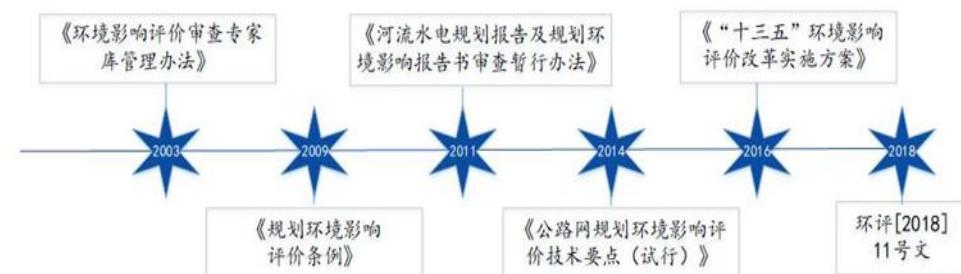
3.1 从环评龙头走向综合治理，“好医生”中咨华宇业绩持续高增长

3.1.1 资质健全的环评龙头，三大设计院协同发展

环境影响评价（以下简称：环评），是指对规划和建设项目实施后可能造成的环境影响进行分析、预测和评估，提出预防或者减轻不良环境影响的对策和措施、进行跟踪监测的方法与制度。通俗说就是分析项目建成投产后可能对环境产生的影响，并提出污染防治对策和措施。该领域越来越受到政策的重视，从 2003 年《环境影响评价专家库管理办法》到 2016 年《“十三五”环境影响评价改革实施方案》都对项目建设提出了环评的具体要求，所涉及的项目类别与中咨华宇的四项环评甲级资质：输变电及广电通讯、交通运输、建材火电和化工医药紧密相关。2018 年环评 [2018]11 号文称，简化、下放、取消环评相关行政许可事项，强化环评事中事后监管；规范环评技术服务，建设单位需选择具有相应能力的环评单位。取消环评前置，

并不取消环评资质，使得环评公司承担责任更大、角色更为重要。

图 18：环评行业重要法律法规

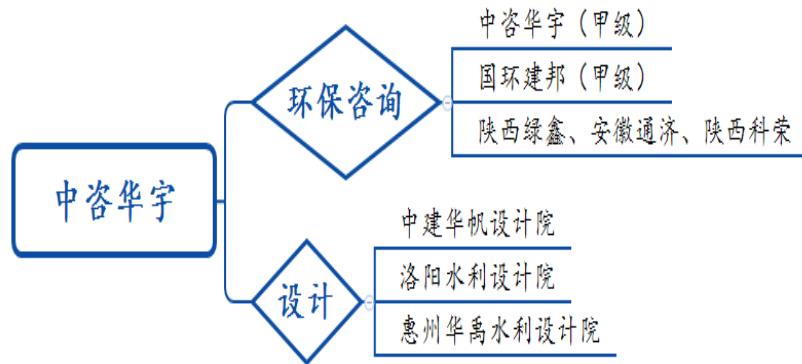


资料来源：WIND、国元证券研究中心

在中金环境的“环境医院”构想中，子公司中咨华宇扮演的是一个“好医生”的角色。中咨华宇是国内民营环评龙头企业。全国拥有环评资质的公司共计 921 家，甲级、乙级兼备的公司共计 149 家，而中咨华宇是甲级、乙级 149 家公司中资质最全之一，拥有环评甲级资质和数十名注册环评师资源，具备综合环境问题咨询与解决能力，能为客户提供咨询、设计、监理检测、施工等全套综合性服务。其已形成环保咨询+工程设计“双核驱动”新格局，并新增环保工程承接及建设等新业务。凭借覆盖环保项目的全产业链及全生命周期的项目管理服务，以及上市公司的融资平台，公司可较高契合度地完成各类环保项目及生态项目投资。

由于主营单一风险较大，加之环评政策可能会有变化。中咨华宇开始从纯环评到环评+设计+工程转型。设计院方面，中建华帆自中咨华宇成立伊始就已存在，随后 2016 年中咨华宇完成对安徽通济、国环建邦、陕西科荣的收购，2016-2017 年中咨华宇又陆续收购了洛阳水利、河北磊源、惠州市华禹等标的，强化设计与工程建设环节。至此中咨华宇旗下三个工程设计板块已形成“中建华帆、洛阳水利、华禹水利”三大设计院南北呼应的市场格局，拓宽了设计业务市场覆盖面。

图 19：中咨华宇组织架构图



资料来源：公司官网、国元证券研究中心

中建华帆设计院拥有建筑行业、风景园林甲级资质证书，并且还拥有城乡规划乙级证书。从已取得的项目成果可以看出，其项目面积大、类型多，设计项目面积达 74 平方公里，项目类型有建筑设计、风景园林、市政规划等，拥有较强的工程项目能力。如由中建华帆设计的河北中国大酒店工程改造项目获评“2018 年度石家庄市工程勘察设计行业奖一等奖”。

表 5：中建华帆主要项目成果

中建华帆建筑设计院			
项目类型	项目名称	项目地点	项目规模 (平方米)
建筑 工程	石家庄众城二期（晶彩中心）设计	河北省石家庄市	173,942
	农信大厦	河北省石家庄市	10,000
	大唐发电综合办公楼室内装修工程	河北省保定市清苑县	7,000
	晨阳水漆博野厂区室内装饰工程	河北省保定市博野县	15,838
	滨湖国际一期空间装修工程	河北省衡水市	70,000
	光大银行张家口分行	河北省张家口市	3,500
	云南曲靖麒麟水乡游客服务中心	云南省曲靖市麒麟县	76,000
	曲靖民族中学工程项目	云南省曲靖市	133,334
	“梦响水都”响水城东城区	江苏省响水县	8,900,000
	隆化新合作城市广场	河北省承德市隆化县	350,000
	电影公社项目二老炮胡同	海南省海口市	3,000
	杰特广场	云南省红河州开远市	45,398
	北京信息科技大学设计	北京市	102,294
	卓越奥莱国际中心	河北省石家庄市	265,000
风景 园林	河北中国大酒店	河北省石家庄市	56,961
	武警曲靖市支队新建项目设计	云南省东部曲靖市	28,639
	朵唯移动通讯产业基地项目	北京	135,000
	河北环城国际汽车物流园	河北省石家庄市	1,400,000
	清河县清水河区域生态综合工程	河北省邢台市清河县	1,970,000
	云南曲靖市麒麟水乡入口设计	云南省曲靖市麒麟区	8,000
	宜川县县城广场及河道广场设计	陕西省宜川县城区	79,000
	河北省西兆通居住区景观	河北省西兆通镇	53,000
	石家庄动物园辛玛游乐园景观	河北省石家庄市	220,000
	石家庄东里地铁景观方案设计	河北省石家庄市	13,000
综合 市政	秦岭国家植物园翠湖西区规划设计	陕西省西安市	153,000
	沙洲湾生态乐园景观	河北省石家庄市正定区	330,000
	沙河市故河道改造提升	河北省沙河市	1,523,000
	清河县花海水城景观设计	河北省邢台市清河县	2,000,000
	关筑一号小区景观设计	河北省辛集市	40,000
	隆化县新合作城市广场住宅区景观	河北省承德市隆化县	57,000
	行唐阳光水岸居住区景观	河北省石家庄市行唐县	56,000
	邢台市清河县青羊新区滨河西路	河北省邢台市清河县	4.666 公里
城乡 规划	元氏经济开发区循环化工产业园	河北省元氏县	74.08 平方公里
	元氏经济开发区医药化工产业园	河北省元氏县城	4.99 平方公里
	河北省封龙山书画小镇概念规划	河北省元氏县	1.05 平方公里
	云南曲靖市麒麟水乡规划设计	云南省曲靖市麒麟区	5.412 平方公里
	保定市顺平塑料产业循环经济园	河北省保定市顺平区	793,700 平方米
	陆良县废弃菜叶无害化处理项目	云南省陆良县	100,000 平方米

资料来源：公司官网、国元证券研究中心

洛阳水利设计院的水利工程项目有池、湖、灌溉等大型工程项目，并且还持有国家颁发的水利行业工程咨询、水利工程设计、工程地质勘探等3项甲级资质证书和工程测绘、水资源论证、水土调查评价、水土保持方案编制等4项乙级资质证书，可见其水利项目设计实力雄厚。惠州华禹水利设计院在广东省也承接完成许多水利工程项目设计，其拥有水利工程甲级资格证书，以及建设项目水资源论证、水土保持方案编制、水温水资源调查评价、工程设计等乙级证书。中咨华宇三家设计院由此形成南北呼应，覆盖工程设计板块，提升了行业竞争力。

表 6：洛阳水利主要项目成果

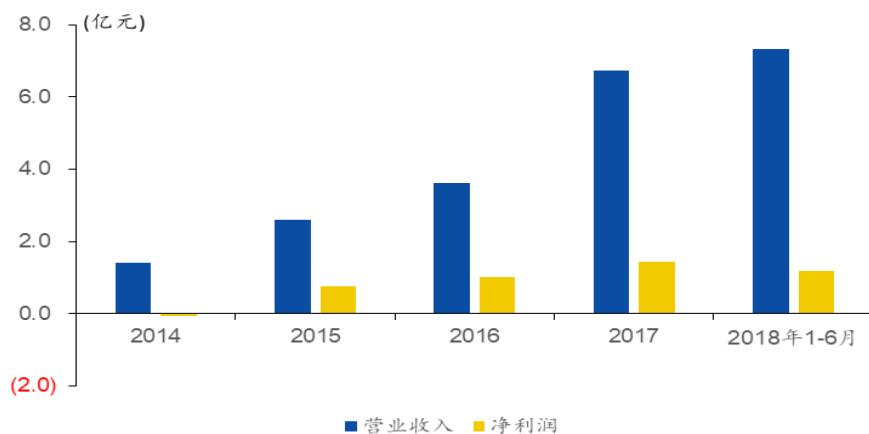
洛阳水利设计院	
工程项目名称	地点
九州池	隋唐洛阳城九洲池遗址
小浪底南岸灌区	河南省洛阳市北邙岭地区
枣园湖	涧河洛阳市区
伊河东湖	洛阳市伊河东湖
洛河东湖	洛阳市洛河东湖
伊洛连通	洛阳市
故县水库引水工程	洛阳市故县水库
金水湖调蓄工程	河南省洛阳市西工区红山乡
洛阳栾川伊河景观坝	洛阳栾川
洛阳市“三渠联动”项目	洛阳市
洛阳市“四河同治”项目	洛阳市

资料来源：公司官网、国元证券研究中心

3.1.2 逐步走向综合治理，毛利下滑无碍业绩大增

自被中金环境收购后，中咨华宇的营收和净利润双双放大。中咨华宇2015-2017年营收分别为2.60、3.6、6.75亿元，净利润为0.74、1.01、1.42亿元，实现快速增长。随着三大设计院的不断发展，中咨华宇进一步走向下游的综合治理工程板块。目前中咨华宇已成为中金环境在建项目的主要实施主体，多个PPP、BOT和EPC项目都在稳步推进，有望在未来几年逐步实现盈利。我们预计未来其营收规模将持续稳定增长。

图 20：中咨华宇营收实现快速增长

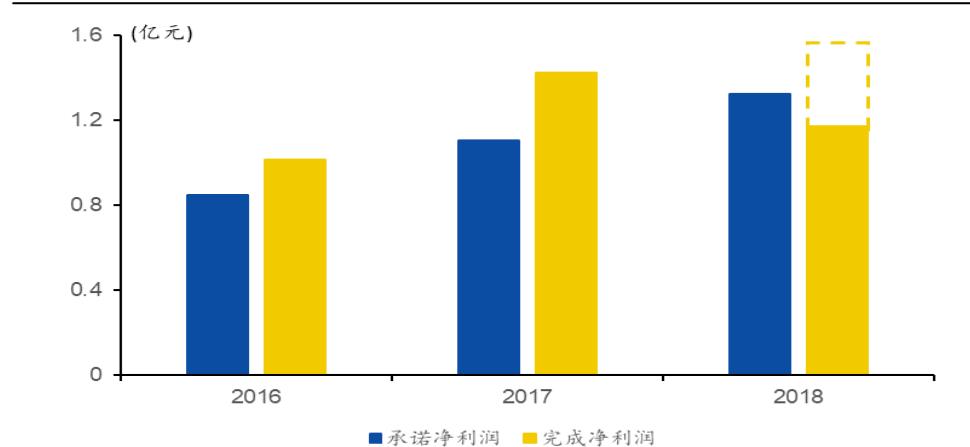


资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

中咨华宇2016-2018年的业绩承诺分别为0.85、1.10、1.33亿元，2016和2017年

实际完成是 1.01、1.42 亿元，分别超额完成当年业绩承诺 119.3%、128.5%。根据中金环境 2018 年半年度报告披露：中咨华宇 2018 年上半年实现营收 1.52 亿元，同比增加 163.11%；净利润 1.17 亿元，同比增加 98.42%，业绩承诺已完成 88.29%。中咨华宇 2018 年大概率超额完成业绩承诺。

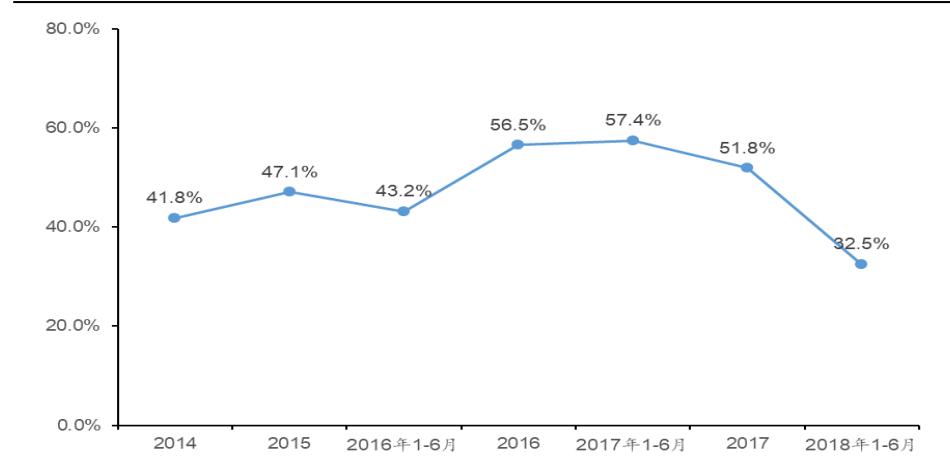
图 21：中咨华宇超额业绩承诺指日可待



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

不过环评+工程“双驱动”也有一定的负面影响。由于环评行业特点是营业成本占比较低，因此在中咨华宇早期主营业务基本为环评的时候其毛利率相当高。2014 年至 2017 年上半年，其毛利率呈上升趋势，且 2017 年毛利率大于 50%。在 2017 年渐渐形成环保咨询+工程设计“双核驱动”的整体业务布局，涉足 PPP、BOT 等环保综合治理工程项目后，由于环保工程项目涉及资金大、周期较长，使得中咨华宇 2018 年上半年毛利率降到 32.47%，低于此前最低点。不过从长远来看，随着项目运作经验的积累，毛利率会有所回归。结合目前上市公司财务状况优良，现金充足的情况，涉足高质量综合治理工程项目是明智之举。

图 22：中咨华宇涉足综合治理工程后毛利率稍有下滑



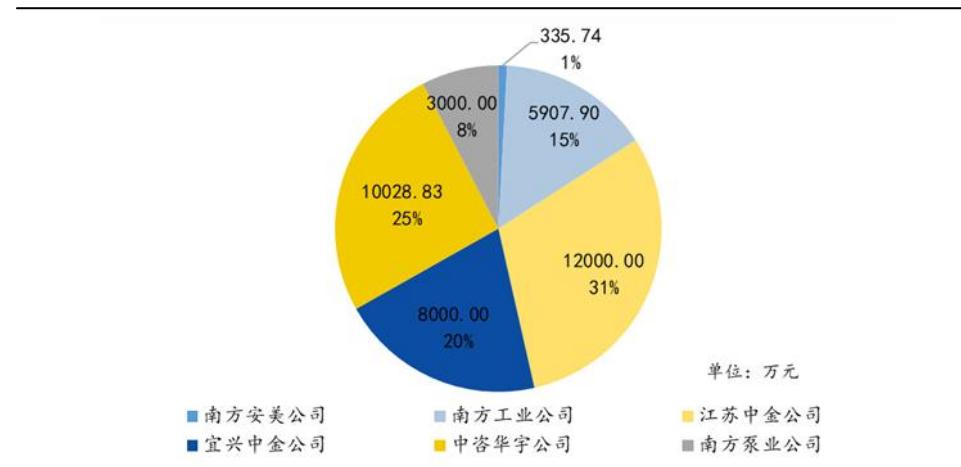
资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

3.1.3 总公司资源倾斜，利益绑定更为紧密

2016 年收购中咨华宇后，为了帮助中咨华宇顺利实现转型，积极拓展环保工程领域的业务，中金环境连续多年都在加大对中咨华宇的投资力度。2017 年除去中金环境收购、新设公司投资以外，中金环境对 6 家子公司追加投资共计 39,272.46 万元，

其中对中咨华宇投资 10,028.83 万元，占比 25.5%；在 2018 年对子公司追加投资共计 576.37 万元，对中咨华宇投资 376.37 万元，占比 65.3%，以上数据充分表明中金环境对中咨华宇及其环保业务的资源倾斜。

图 23：2017 年中金环境对各子公司投资情况



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

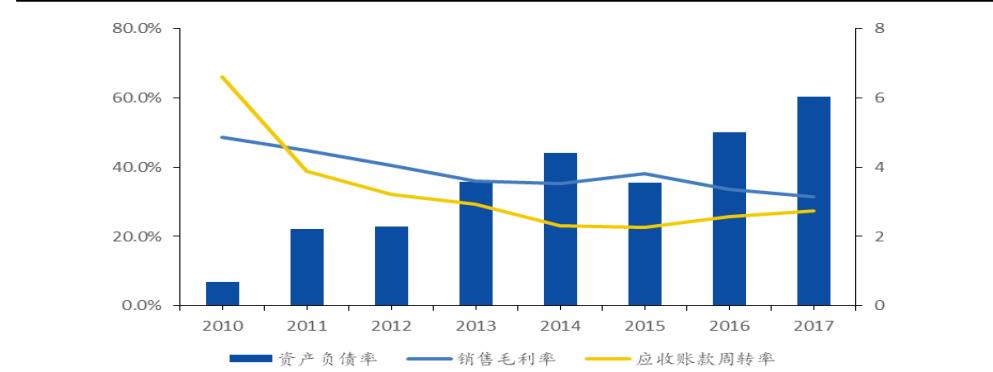
除此以外，中金环境还对中咨华宇进行全方位资源整合。如安排具有经验的财务管理人员对其成本进行精细化控制，克服轻资产公司粗放化经营的缺陷。公司还有权对项目利润 50% 再分配，最大程度调动员工积极性。目前总公司还在和中咨华宇积极协商股权激励计划，有望将未来利益绑定更紧密。从管理层设置来看，中咨华宇的董事长郭少山先生为中金环境副董事长、总经理，各方交流顺畅、管理透明。

3.2 污水污泥处理景气度下降，后续投入可能减少

3.2.1 污水污泥处理重资产特征明显，行业景气度下降

污水污泥处理以政府购买服务形式为主，因此面临着较大的坏账风险。尽管目前污水污泥企业项目年内回款率仍有 80%，但部分地区已经开始出现坏账率提升的现象。根据 WIND 该行业的所有上市公司财务数据可知，过去几年间污水污泥行业呈现出毛利下降、负债率上升、应收账款周转率下降的趋势。2017 年该行业的平均资产负债率已接近 60%，而毛利率已经从五年前的 60% 左右下滑至 30% 以下，行业景气度明显下降。另外，污水污泥处理往往需采取 PPP 模式进行，随着相关政策的收紧，该行业的产能很难继续扩大，利润增长率也势必受到影响。对于民营企业来说，投入过多资金在这种重资产听政策的行业是存在较大风险的。

图 24：污水污泥处理板块重资产特征明显

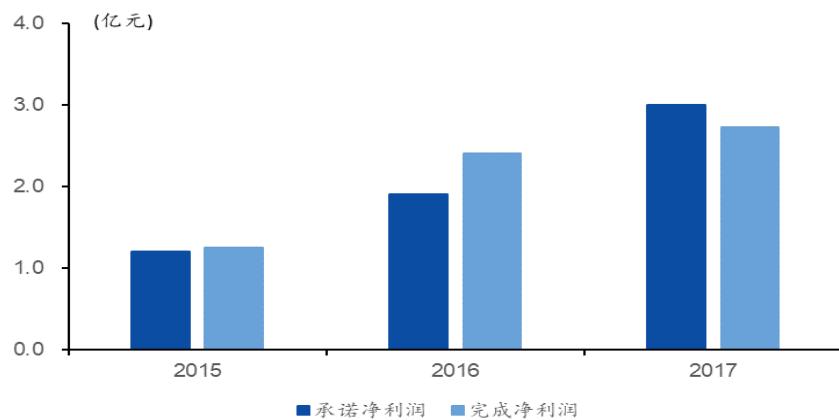


资料来源：WIND、国元证券研究中心

3.2.2 剥离金山环保优化工程结构，应收账款账龄缩短

金山环保的剥离是公司的一项重要决策。考虑到污水污泥板块重资产、市政项目回收期长等问题，公司开始逐步减少该领域的投入。如下图所示，金山环保自收购以来，表现一直较为稳定，连续两年完成业绩承诺要求。但2017年受到行业景气度下滑等因素影响，业绩出现下滑，未能完成业绩承诺，由此还给公司带来了一定商誉减值损失。综合来看，剥离金山环保是符合公司未来发展趋势的。

图 25：金山环保 2017 年未能完成业绩承诺



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

目前中金环境旗下子公司在手工程众多，主要涵盖环境综合治理和污水污泥板块。但从结构上看环境综合治理项目的比例明显高于污水污泥板块。随着金山环保的剥离，原有的污水污泥项目逐步完工，后续新的污水污泥业务开始逐渐成为公司环境综合治理项目的一部分，而不是单独作为一项重点业务来开展。

表 7：中金环境已完成工程一览

所属板块	序号	项目名称	项目类型	合同金额 (万元)	实施主体	执行进度
污水污泥 处理板块	1	宜兴市 100 吨/日蓝藻打捞、藻水分离及藻泥干化项目	BOT	16,718	中金环境	已于 2016 年初进入运营期
	2	无锡奥尔吉科技有限公司蓝藻无害化、资源化系统化工程总承包合同	BOT	32,500	/	

资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

表 8：中金环境在建工程一览

所属板块	序号	项目名称	项目类型	合同金额		执行进度
				额(万元)	实施主体	
环境综合治理板块	1	清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目	PPP	130,313	中金环境	设计工作已完成，进入施工阶段
	2	陆良县废弃菜叶无害化处理	BOO	29,700	中金环境	接近完工
	3	大理市海片东区上登工业园排水及再生水系统（一期）建设项目	BOT	7,494	中金环境	设计工作已完成，进入施工阶段
	4	枣强县大营污水处理厂配套管网工程 EPC 项目	EPC	3,028	中咨华宇	设计工作已完成，进入施工阶段
	5	秦岭国家植物园丝路植物展区 EPC 总承包工程项目	EPC	7,500	中咨华宇	设计工作已完成，进入施工阶段
	6	洛阳市小浪底南岸灌区项目	勘察设计	5,500	洛阳水利	已完成可行性研究报告编写
	7	洛阳市“三渠联动”项目	勘察设计	4,270	洛阳水利	已完成可行性研究报告编写
	8	洛阳市“四河同治”项目	勘察设计	4,695	洛阳水利	已完成可行性研究报告编写
	9	沙河市故河道改造提升工程	PPP	27,496	华帆环保	已成立项目公司
	10	清河县花海水城项目设计施工总承包	EPC	52,559	中建华帆 河北磊源	已进入施工阶段
污水污泥处理板块	1	大丰港工业区 3 万吨供水提标项目(配套大丰港 10 万吨供水 BOT 项目)	BOT	7,500	中金环境	正在进行投产前的调试及相关手续的批报工作
	2	无锡市 350 吨/日污泥处理项目	BOT	43,700	中金环境	正在进行投产前的调试及相关手续的批报工作
	3	徐州市城区 150 吨/日污泥无害化处理项目	BOT	40,500	/	注 1
	4	郴州市城区 150 吨/日污泥无害化处理项目	BOT	20,250	/	注 2
	5	肥东县 230 吨/日市政污泥及蓝藻处理项目	BOT	31,050	/	注 3
	6	大名县城西工业园区污水处理厂	PPP	5,255	河北磊源	尚未开始

资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

注 1、注 2 及注 3：2017 年 12 月 26 日，公司 2017 年第四次临时股东大会审议通过了《关于出售子公司股权暨关联交易的议案》，同意公司以 191,500 万元将公司持有的金山环保 100% 股权转让给金山集团，公司不再持有金山环保的股权。根据本次交易的相关安排，徐州市 300 吨/日市政污泥处理项目、郴州市城区 150 吨/日污泥无害化处理项目、肥东县 230 吨/日市政污泥及蓝藻处理项目等三个 BOT 项目一并随金山环保处置，不再纳入上市公司体系。

另外从工程项目的模式上，中金环境也进行了优化。除了个别地方财政实力雄厚的 PPP 项目保留外，公司尽量争取采取 EPC 模式经营。与传统的 PPP/BOT 模式不同，EPC 总承包商负责整个项目的实施过程，不再以单独的分包商身份建设项目建设，有利于整个项目的统筹规划和协同运作，可以有效解决设计与施工的衔接问题，减少采

购与施工的中间环节，顺利解决施工方案中的实用性、技术性、安全性之间的矛盾；工作范围和责任界限清晰，建设期间的责任和风险可以最大程度地转移到总承包商。采取这种模式对中金环境降低项目风险很有帮助。

表 9：中金环境在建工程模式名词解释

模式名称	模式描述	模式优点	模式缺点
PPP 模式 (狭义)	PPP (Public—Private—Partnership)，是公共私营合作模式，在该模式下，鼓励私营企业、民营企业与政府内进行合作，参与公共基础设施的建设。	企业从项目发起阶段到项目移交阶段全程参与，并且政府在项目运行阶段充分参与管理与评估因此能有效地分担投资风险及降低融资难度，政府与企业双方也能够协调不同利益主体的不同目标形成社会利益最大化。	融资成本较高，特许经营容易形成垄断，复杂交易结构降低效率，长期合同缺乏灵活性，公共产品的成本可能提高。
BOT 模式	BOT (Build-Operate-Transfer)，是私营企业参与基础设施建设，向社会提供公共服务的一种方式，BOT模式也是 PPP 的一个种类。	与 PPP 模式类似，可以引入民间资本，缓和财政负担，提高运营效率满足各方需求。	相比于 PPP 模式，BOT 模式企业没有全程参与，并且在招标结束后没有政府参与监管因此很大程度上提高了对于私营企业的投资风险。
BOO 模式	BOO (Building-Owning-Operation)，是承包商根据政府赋予的特许权，建设并经营某项产业项目，但是并不将此项基础产业项目移交给公共部门。BOO 模式也是 PPP/BOT 的一个种类。	由于项目不必移交给政府，最大程度调动了私营部门的生产积极性。	由于社会资本参与度高，因此也会承担更高的风险
EPC 模式	EPC (Engineering Procurement Construction)，是指公司受业主委托，按照合同约定对工程建设项目的建设、采购、施工、试运行等实行全过程或若干阶段的承包。	EPC 总承包商负责整个项目的实施过程，不再以单独的分包商身份建设，有利于整个项目的统筹规划和协同运作，可以有效解决设计与施工的衔接问题、减少采购与施工的中间环节，工作范围和责任界限清晰，建设期间的责任和风险可以最大程度地转移到总承包商。	业主工程实施过程参与程度低，控制力度较低；一旦承包商的管理或财务出现重大问题，项目也将面临巨大风险，EPC 承包商责任大，风险高，因此 EPC 总包合同的工程造价水平一般偏高。

资料来源：WIND、国元证券研究中心

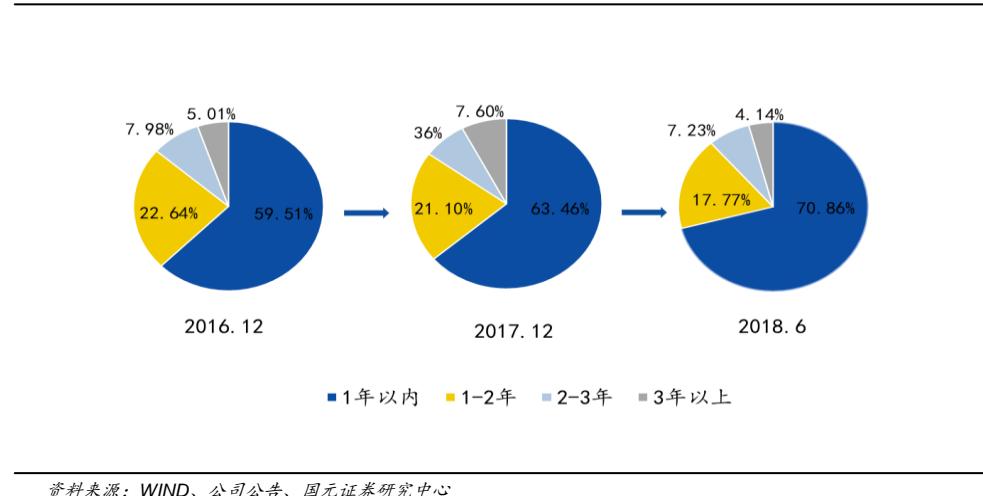
通过对工程结构的优化，2018 年半年报显示，中金环境的资产结构有了明显改善。资产负债率由 2017 年的 52.21% 下降为 49.26%。虽然由于项目规模的扩大导致应收账款总额和占总营收的比例有所上升，但其账龄逐步缩短，1 年期以内的应收账款比例已由 2016 年的 59.51% 上升到 70.86%，3 年以上的应收账款数量仅占 4.14%。

图 26：中金环境应收账款规模扩大



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

图 27：中金环境应收账款账龄缩短



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

3.3 产业闭环+绿色循环，重点工程收获颇丰

3.3.1 产业闭环：以清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目为例

清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目是中金环境目前规模最大的一单工程项目，总规模高达 10.3 亿元。公司于 2017 年 2 月 14 日正式公告与清河县青阳新区管理委员会签订了《河北省清河县清水河区域生态综合治理工程政府与社会资本合作（PPP）项目协议》，项目主要涉及三羊大街（三羊大桥向北侧延伸 200 米）至乌江大街段的水利工程、市政路桥及综合管廊工程、景观工程以及建筑场馆工程四大板块的工程建设；总体设计面积 197.2985 公顷，水域面积 44.3435 公顷。项目合作期 15 年（含建设期 2 年，运维期 13 年），估算内部收益率为 6.5%。根据公司后续公告可知，项目初始资本金投入为 2.83 亿元，清河政府象征性出资 5%，其余资金已获得国家开发银行 15 年期 4.35% 年利率的借款，总授信额度达 7 亿元。

清河县为我国知名的羊绒之乡，近几年又发展起电动车零配件产业，地方财政收入每年保持 10% 以上增长。值得一提的是，2018 年 2 月 6 日，国家财政部发布了《关于公布第四批政府和社会资本合作示范项目名单的通知》，该项目成功入选财政部第四批 PPP 示范项目。这意味着该项目已经获得了国家财政的支持，出现大面积坏账的概率较低。作为该国家重点项目的牵头人，时任清河县县委书记刘彦涛已于今年 8

月调任雄安新区安新县委书记，且据 2018 年 10 月 10 日最新资讯，项目所在地清河经济开发区已被列为省级“双创”示范基地，获河北省发改委重点支持。

除了运营收入外，中金环境还会得到低价购买该地段土地的机会。自项目获批以来，当地平均房价已上涨 10%以上，项目建成后有望进一步带动周边地区联动发展。目前，该项目已经动工，计划年内完成主体工程的 70%以上。

图 28：清河 PPP 项目现场及周边相关图片



资料来源：国元证券研究中心

通过深入调研，我们发现该项目的价值不仅在于财务效应上，更在于通过建设清河县环境综合治理项目，中金环境实现了全公司总动员的产业闭环模式，正所谓“把肉吃得干干净净”。如下图 27 所示，中金环境子公司中咨华宇承担该项目前期环评、咨询工作，并交由孙公司中建华帆进行项目设计工作。中建华帆健全的设计资质满足了该项目中如建筑、交通、水利、园林和市政等几乎所有设计内容，提高了中金环境的项目定价权。随后，中金环境在当地成立华宇清城工程项目管理有限公司，全权负责清水河区域生态综合治理工程范围内的市政公用工程、建筑工程、景观绿化工程、水利工程的设计、建设及运营维护，土地整理服务，房屋相关设施拆迁（不含爆破项目、不含前置许可项目），工程项目管理，物业服务，工程技术咨询服务。在施工过程中，水泵是必不可少的重要设备。子公司南方泵业可以为施工方提供高质量的各类水泵，保障工程进度顺利完成。此外，公司总部利用上市公司资源和下属中金科研院的强大智力储备，还可以为项目过程中可能出现的财力、技术问题提供帮助。因此，中金环境在该项目中创造了一个闭合海绵体，产业链闭环拉动投资乘数最大化。

图 29：以清河 PPP 项目为例的产业闭环模式



资料来源：WIND、国元证券研究中心

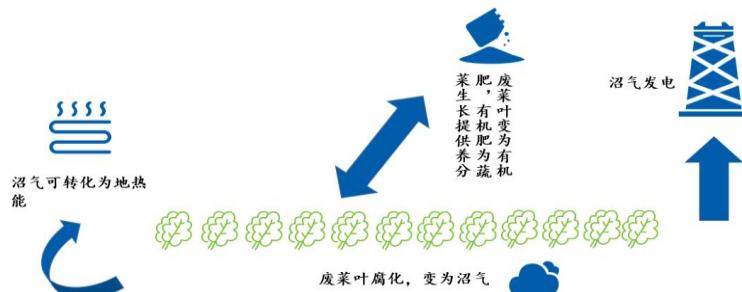
3.3.2 绿色循环：以陆良县废弃菜叶无害化处理项目为例

中金环境目前另一项重要在建工程是陆良县废弃菜叶无害化处理项目。陆良县位于云南省东部、曲靖市南部，离省会昆明 120 公里（全程高速），交通便利。全县国土面积 2,018 平方公里，其中，坝区 772 平方公里，占总面积的 38.2%，是云南省第一大高原平坝。陆良是一个典型的农业大县，更是全国闻名的蔬菜种植基地，素有“北寿光，南陆良”的说法，2016 年全县种植蔬菜 56 万亩，产量 94.5 万吨，产值 15.1 亿元。随着陆良县蔬菜产业的不断发展和冷库基地的建成和投运，在蔬菜基地田间及储藏过程中不可避免的产生大量的废弃蔬菜叶。此前，陆良县没有统一妥善的蔬菜废弃物处理设施，非法倾倒的废弃物成为刻不容缓、急需解决的污染源。中金环境的介入帮助陆良县解决了这一难题，日最大处理废弃菜叶量 2,500 吨，固态有机肥 50 吨，沼液 507 吨，沼气 40,000 立方米，电能 88,000 度和热能 8,041 万大卡。该项目是目前国内最大的废弃菜叶沼气工程，项目采用了 CSTR+IC+湿法发酵工艺，项目的实施开创了公司农业废弃物治理的先河。

项目模式上，中金环境和当地政府采取了 BOO 模式，中金环境有权不受任何时间限制地拥有并经营项目设施。2018 年 8 月 22 日，陆良县人民政府与陆良中金环保科技有限公司正式签署特许经营协议。根据协议，陆良县人民政府将陆良县域内的废弃菜叶无害化处理经营权授予陆良中金项目公司，特许经营期限为 30 年。协议期间，陆良县将不再审批类似废弃菜叶处理项目。更为重要的是，此项目实现了绿色循环农业，过程当中全部使用者付费，不需要担心地方政府财力问题。如图所示，废菜叶腐烂后变为沼气，沼气可转化为地热能或沼气发电，处理过程中产生的固态有机肥还可以为蔬菜种植提供新的养分。

由于这种绿色农业循环十分高效，陆良县废菜叶无害化项目受到国家高度重视，被树立为行业典型获得国家能源局补贴。按照计划，该项目已于今年 7 月逐步投产，有望三到四年就收回成本，初步预估毛利率高达 50% 以上。对于产量如此大的农业大县，中金环境都能高效应对，未来公司正考虑向全国推广此模式。由于已经拿下陆良县此类项目的特许经营权，当地也具备进一步扩产的可能。

图 30：以陆良废菜叶无害化项目为例的绿色循环模式



资料来源：WIND、国元证券研究中心

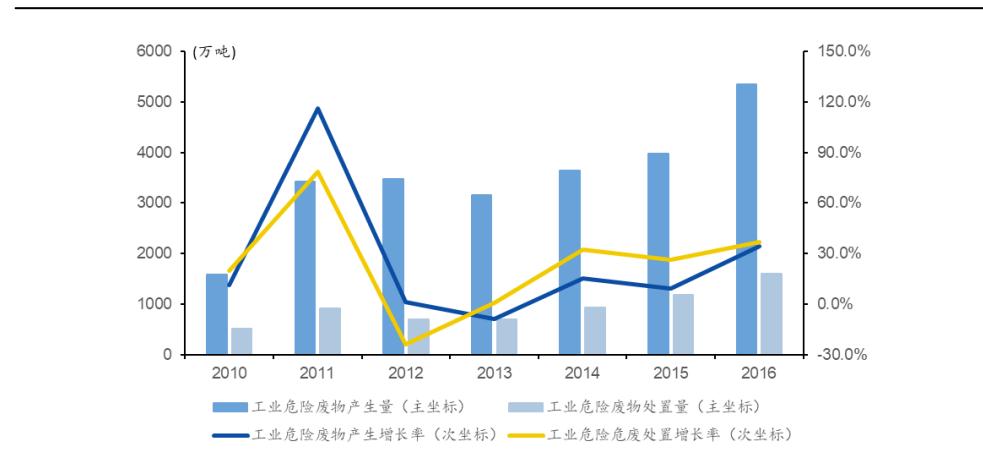
第4部分 打造特色专科：收购金泰莱，进入危废处理业务

4.1 收购金泰莱，进军危废蓝海

4.1.1 危废处置行业前景广阔，金泰莱资质健全

中金环境于2017年末以17.87亿元全资收购金泰莱科技有限公司，正式进军危废处理行业。危险废品是指具有腐蚀性、急性毒性、浸出毒性、反应性、传染性、放射性等一种及一种以上危害特性的废物。在中国特指列入国家危险废物名录或者根据国家规定的危险废物鉴别标准和鉴别方法认定的具有危险特性的废物。自改革开放以来，我国危险废物产量逐年增加，但危废处理能力却相对缺乏。过去几年间，我国危废产生量一直呈几何式上涨，但危废处置能力却不及产生量的三分之一。以2016年为例，工业危险废物产生量达5,347.3万吨，处理量仅为1,605.8万吨，缺口巨大。根据环境保护部（已更名为“生态环境部”）数据，预计2018-2022年工业危废产生量复合年增长率将达到12.49%，照此推算危废处置的产能增长率合理区间应当在20%到30%才可以逐步补全缺口。从下图可知危废处置产能增长率目前仍几乎和危废产生量持平；特别地，危废企业扩产和新建危废企业审批流程复杂，短期内危废处置企业数量激增的概率较小，暂无产能过剩担忧。上述特点表明，危废处置行业的增长是可持续的，目前仍是一片蓝海。

图31：工业危废处置缺口巨大

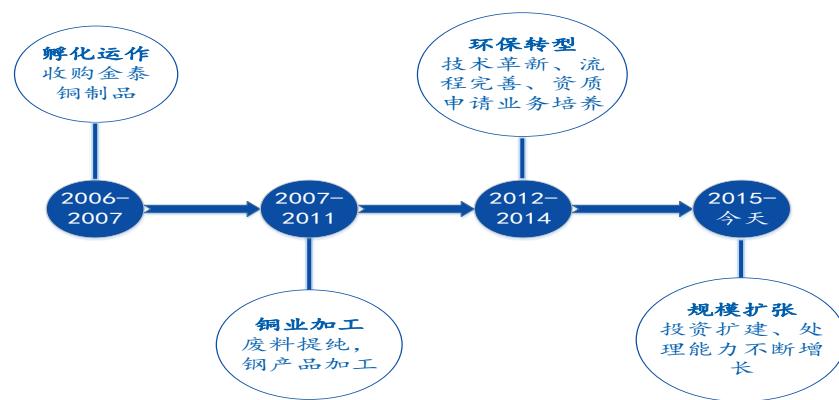


资料来源：WIND、生态环境部、国元证券研究中心

浙江金泰莱环保科技有限公司地处浙江省兰溪市诸葛镇，拥有厂房140亩，是一家从事危险废物处置及资源回收利用的环保企业。危废处置包括废物的收集、运输、暂存、废物交换、物化处理、综合利用、焚烧处理、稳定化/固化处理、安全填埋处置等流程，每个流程都需要进行细致的检测管理，对危废处置企业的要求较高。

金泰莱前身为金泰莱铜业，主要从事铜制品的回收和提炼，拥有近二十年金属提纯经验；2014年开始转型从事危险废物处置及资源回收利用。其主营业务为通过清洗、破碎、烘干、焙烧、焚烧等手段将危险废物减量化、无害化、资源化，处置范围包括废包装桶、含铜废物、表面处置废物、含油废物等18个大类危险废物（全国共50个大类）。

图 32：金泰莱历史沿革



资料来源：WIND、公司官网、国元证券研究中心

随着“水十条”、“土十条”的出台和危废名录的修订发布，“十三五”规划将危废项目纳入地方市政基础设施规划，政策端正在进一步强化地方危废治理的责任。从金泰莱的发展史来看，其业务紧紧跟进我国危废处置政策，从无到有积极扩张，充分领悟了国家对危废领域的政策倾斜意图。如今金泰莱的业务范围已由浙江省拓展到广东省、上海市、江苏省、江西省、福建省、安徽省等周边地区，形成了“立足浙江，辐射东南”的市场拓展布局。

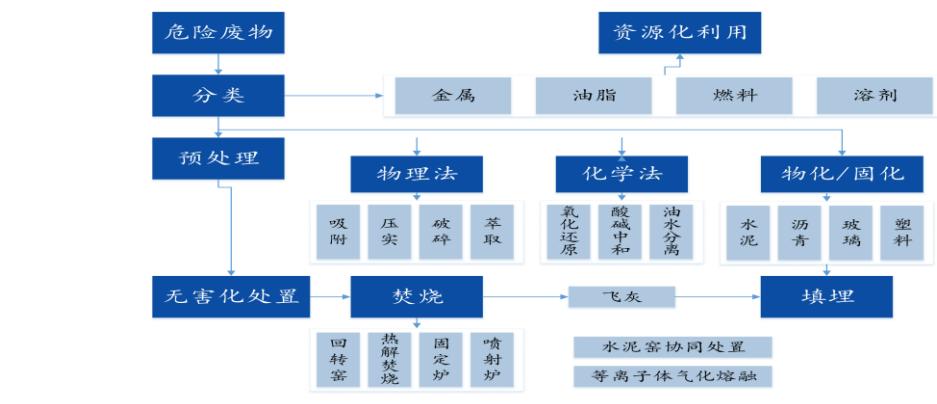
图 33：2008 年后危废政策连续出台



资料来源：WIND、生态环境部、国元证券研究中心

金泰莱目前拥有焚烧车间、有价金属湿法提取车间、火法烧结车间、有机硅综合利用车间、废包装物综合利用车间、贵金属催化剂综合利用车间等六大核心处置中心，是华东乃至国内危废处置行业处置种类最为齐全、处置工艺最为完善的规模处置企业之一，并拥有浙江省固体废物处置与资源化重点实验室、有色金属废弃物资源化浙江省重点实验室两个技术研发中心，为公司在危废处置行业的领军地位提供了坚实技术保障与强大的人才储备。下图是金泰莱危险废物“资源化、减量化、无害化”处置工艺和部分厂区照片。

图 34：金泰莱危险废物处置工艺图



资料来源：国元证券研究中心

图 35：金泰莱厂区部分图片

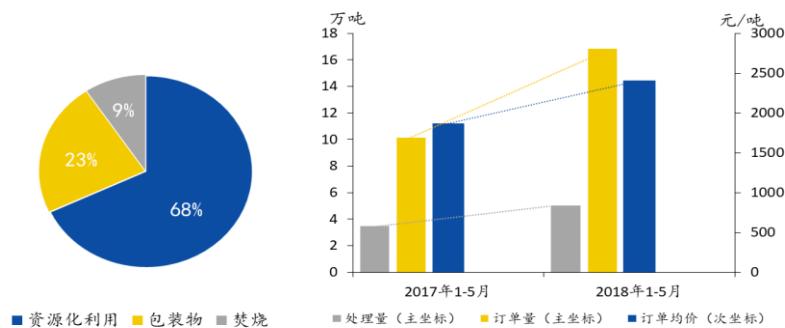


资料来源：国元证券研究中心

4.1.2 金泰莱产能稳步扩张，未来有望涉足水泥窑

目前，金泰莱的危废处置能力 2017 年 11 月已由 12 万吨/年提高到 18 万吨/年。具体产能分配为焚烧 16,500 吨、资源化利用 12 万余吨（铜镍、有机硅等）、包装物 4 万余吨。该分配比例不可随意更改，但三大类别内部可根据处置收益进行结构优化。考虑到危废企业产能采取地方性年审制，随着金泰莱在兰溪当地新增厂房的投产，当地产能还有望继续扩大，再加上外地新建子公司的产能，公司计划向百万吨产能企业迈进。受处置产能紧缺的影响，危废的处置价格也节节攀升，金泰莱 2018 年 1-5 月份危废处置价格同比增幅达 28.97%，订单量更相较去年同期大增 66.01%，量价齐升下未来业绩可期。

图 36：金泰莱 2018 上半年产能分配及订单情况



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

具体到异地的新增产能，水泥窑协同处置是金泰莱的重点布局领域。水泥窑协同处置废弃物是指将经过预处理以满足入窑要求的废弃物投入水泥窑，进行水泥熟料生产的同时实现对危废无害化处置的过程。水泥窑协同处置废弃物，可以消除危险废物和城市生活垃圾的污染，实现其无害化、减量化和资源化，并且将水泥制造过程中释放的热能最大化利用，水泥窑内温度高达 $1,600^{\circ}\text{C}$ ，热容量和热惯性大，废料在高温区的停留时间长达 5~15 秒，有害成分均能被彻底分解，确保环境安全。随着“清废行动 2018”专项行动结束，危废行业站在了风口上。固废污染防治极有可能成为继大气、水污染防治之后的生态环境工作重点，固废及危废市场空间将加速释放。不需要新审批厂区、环境污染相对较小的水泥窑协同处置是处置危废的最好途径之一。

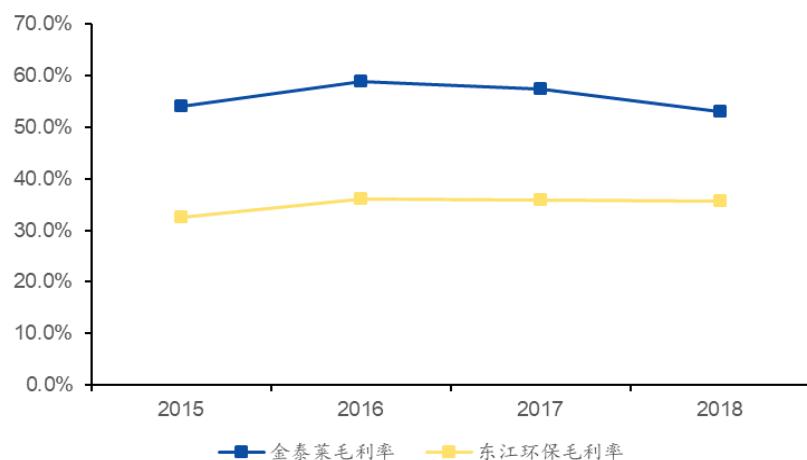
公司已先后和中国铁路物资安徽铁鹏水泥有限公司以及唐山飞龙水泥有限责任公司签订了《危险废物水泥窑协同处置合作协议》。目前这两个合同将分别带来 15 万吨/年和 10 万吨/年的产能。考虑到水泥窑协同处置危废单位成本为 2,000-2,500 元/吨，对比专业焚烧炉为 3,000-3,500 元/吨，运营成本更低。该项目未来若顺利实施，将有效扩大金泰莱的危废处置规模，提升单位危废处理效率。

此外，金泰莱今年额外审批了 54 亩兰溪原厂区土地，专用于贵金属资源化项目。该领域也有望成为未来的利润增长点。

4.2 议价能力强，高毛利助推发展

危废处置 A 股行业龙头是东江环保，其主要从事工业废物处置、市政废物处置，但其盈利能力方面却不及金泰莱。从下图可以看出，金泰莱的毛利率远高于东江环保。金泰莱的毛利率水平常年稳定在 50% 以上，而东江环保只有 30% 左右。

图 37：金泰莱毛利率显著高于东江环保



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

注：2017 年金泰莱毛利率是 1-9 月份。2018 年毛利率均是 2018 上半年

但我们必须从业务分类角度考虑这种比较的合理性。焚烧、包装物处置的毛利率比较高，而资源化利用毛利率相对较低。东江环保的主营业务为资源化利用，这点和金泰莱一致，比重尚不及金泰莱，而在其所有业务中，毛利率超过 50% 的几乎没有，所以我们可以认为东江环保的整体毛利率低于金泰莱并非是业务结构的问题。

表 10：东江环保业务构成及毛利率

东江环保 2018 业务	东江环保 2018 年毛利率	业务占比总营收
工业废物资源化利用	27.28%	38.12%
工业废物处理处理	47.74%	37.66%
市政废物处理处置	12.78%	6.23%
再生能源利用	36.59%	3.00%
环境工程及服务	25.72%	9.03%
贸易及其他	72.03%	4.12%
电子废弃物拆解	17.27%	1.85%
均值	35.88%	

资料来源：WIND、国元证券研究中心

金泰莱之所以可以获得高毛利，主要因素是其高议价能力带来的高定价和稳定的客户群。四大因素导致了金泰莱议价能力高：

图 38：金泰莱议价能力强四大原因

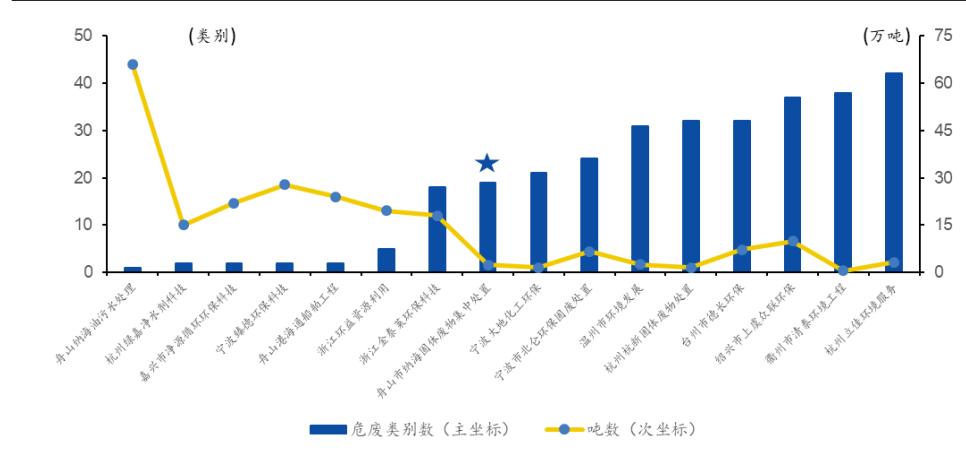


资料来源：WIND、国元证券研究中心

1、省内竞争力强。在浙江省内，截止 2017 年 11 月，危险废物经营公司 215 家，整体来看各个公司均具有自己的特色。在这 215 家公司中，比金泰莱处置资质更全面的仅有 9 家公司，而这 9 家公司中最大处置吨数是 99,000 吨，仅为金泰莱的 55%。从浙江省危废处置类别、吨数概要图可以看出，其他的公司要么处置类别广泛而处

置吨数很小，要么处置吨数大但处置类别单一。大部分是两个类别，最多一个也仅为 5 个类别，所以金泰莱在浙江省内是综合实力最强的危险废物处置公司，处置类别较多且吨数较大。此外，根据浙江省人民政府相关通知，从 2017 年 2 月 24 日起明确浙江省内危险废物转移不再审批，金泰莱具备良好的区位优势，对业务发展起到了积极的、正面的作用，对议价能力提升作出了较大贡献。

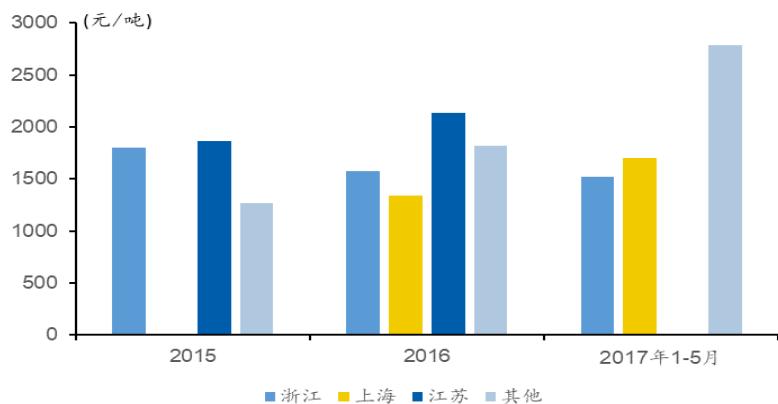
图 39：金泰莱危废处置类别、吨数配置合理



资料来源：WIND、浙江省环保厅、国元证券研究中心

2、异地订单价格高。金泰莱在广东、上海、江苏、福建、安徽、江西等周边省份订单不断增加。广东、上海、江苏的订单处理价格明显高于浙江省，进入 2017 年后此趋势更加明显，且公司下半年订单以省外为主，处置资格与处置能力领先于浙江省乃至全国同类危废处置企业，成为行业领跑者。

图 40：浙江省危废处理价格低于周边省份



资料来源：WIND、国元证券研究中心

3、零售模式。相比于其他公司，金泰莱倾向于处置小企业的危废订单，而小企业缺乏议价能力，单价高成本低，使得毛利率高。并且当地危废处置产能严重不足，每年的“危废清零”行动令金泰莱不用担心产能无法消化。

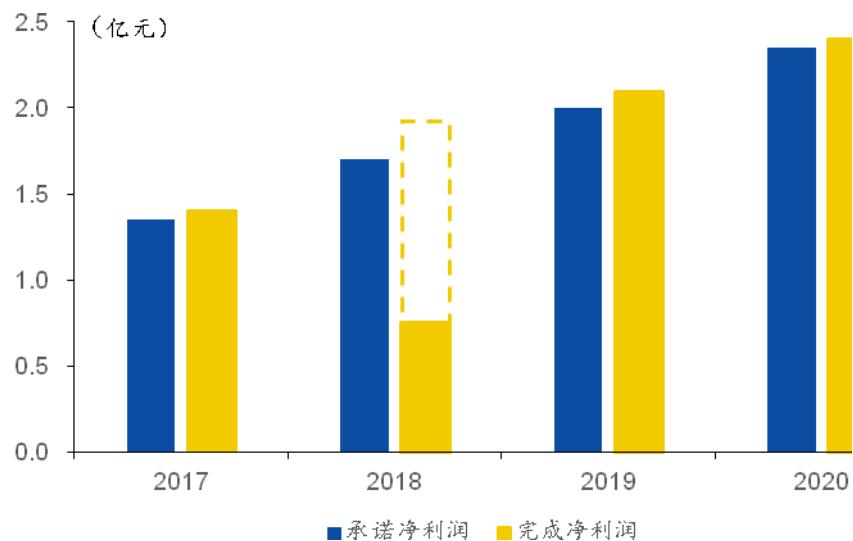
4、绑定销售模式。即焚烧类、包装类和资源化处理的绑定销售模式。金泰莱会利用组合绑定销售的模式消化产能，并抬升平均处理价格。金泰莱通过上述营销模式达成了“高订单价+稳定客户”的目标。

4.3 下半年收入更高，业绩承诺有望超额完成

金泰莱业绩承诺在 2017、2018、2019、2020 年净利润分别达到 1.35、1.7、2、2.35 亿元。2017 年年报显示金泰莱利润达 1.4 亿元，超额完成业绩承诺。2018 年 1-6 月份金泰莱已实现净利润 7,479.95 万元，上半年业绩完成率为 44%。在上半年 1-5 月，其获得订单量 16.85 万吨，但处置量仅 5.01 万吨，截止 8 月底，仍仅处置 8 到 9 万吨（有系统误差）。尽管其上半年净利润没有达到 50%，但全年大概率能够超额完成业绩要求，理由如下：

- 1、危废的跨省转移处置需要通过当地及运输途径地环保部门审批，流程漫长。造成上半年的订单处置量以省内为主，而下半年的异地处置订单量则会进一步加大。省内的订单价格相对于省外比较便宜（省内企业往往有政策优惠），而异地处理的订单回报比较高，下半年处置的异地订单多，毛利率则相对更高。
- 2、12 月底有危废清零行动，每年的 10 月以后为危废处理爆发期。
- 3、金泰莱具备 24 小时满负荷运转能力，危废处理能力较强。按照去年仅获批 12 万吨产能而今年拥有 18 万吨产能的增速来计算，即使平均危废处理价格保持不变，金泰莱的营收也有望达到 50% 左右的增速，扣除成本对应到净利润绝对数额，乐观估计可能接近 1.9 亿元。另根据金泰莱 2017 年业绩数据，其前三季度利润为 9126.94 万元，占全年比重 65%，而第四季度利润占比高达 35%。因此，上述推论有历史数据合理支撑。

图 41：金泰莱预计将超额完成业绩承诺



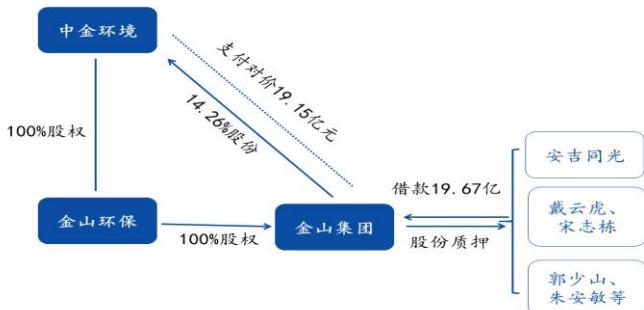
资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

第 5 部分 排除隐忧，二级市场值得期待

5.1 金山问题处理顺利，股权交割即将完成

中金环境采取了一种技巧性股权置换的方法同时完成了金山环保的剥离和金泰莱的收购。

图 42：金山环保资产剥离情况



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

如图所示，中金环境将 100% 的股权作价 19.15 亿出售给金山环保工程集团有限公司（以下简称“金山集团”）。但彼时金山集团并无足够现金用来收购金山环保。于是金山集团在 2017 年 12 月 17 日分别与戴云虎、宋志栋、郭少山、朱安敏、安吉同光投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“安吉同光”）签订了《借款协议》，金山集团将其持有的中金环境全部 1.72 亿股（占中金环境总股本 14.26%）全部质押给上述借款人，总金额达 19.67 亿元。其中，戴云虎、宋志栋系金泰莱股东，安吉同光的执行事务合伙人浙江直方资产管理有限公司的控股股东与金泰莱股东安吉鸿道投资管理合伙企业（有限合伙）、安吉道禾投资合伙企业（有限合伙）的执行事务合伙人同为胡良道。金山集团随后按规定支付了股权转让款 14.05 亿元，占本次交易作价的 73.37%，已超过交易对价的 50%。与此同时，中金环境也与金泰莱达成了收购协议，收购总价为 17.87 亿元。在收到金山集团 14.05 亿元的股权转让款后，中金环境立即支付了 14 亿现金给金泰莱，尾款也将在近期支付完成。

此处投资者主要有两个担忧。首先是金山集团在支付完 14.05 亿元后并未如期用现金支付完剩余尾款，而是利用了 4.73 亿元的清偿款来付清余额，能否顺利收回款项投资者报有怀疑。但根据公司最新公告，这种担心可以基本排除，各部分款项的清偿工作已基本完成。此清偿款包含了四个部分：

- 1、金山集团在东北地区的 **3.47 亿应收账款，已按 70% 折价，作价 2.43 亿元**，目前正在顺利追缴。应收款项包括长春城投建设投资（集团）有限公司、长春汽车经济技术开发区建设局、彭泽县工业园区管理委员会等 5 家单位，均为政府或者国有企业，履约能力有保证，前期工程项目完成情况良好。公司计划引入某大国企为战略投资者，有助于之后应收款追缴。由于已经考虑了 70% 折价，因此该部分款项大面积转化为坏账的概率较低。
- 2、哈尔滨商业用房。该部分目前已经收回，总价 **2,000 万元**。后续使用可能作为中金环境在当地的办事处或出租。
- 3、肥东县市政污泥及蓝藻处理特许经营项目，已获取特许经营权，可冲抵 **1.65 亿元**缺口。该项目位于合肥市肥东县桥头集镇，系巢湖蓝藻重要的打捞点之一。金山环保为履行与肥东县环保局、肥东县住建局联合签署的《肥东县市政污泥及蓝藻处理项目特许经营协议》，成立了安徽鑫山环境治理有限公司（以下简称“安徽鑫山项目”），本次抵偿将该项目公司股权及特许运营权全部转给本公司。该项特许经营权为独家许可，处理规模为 230 吨/天，项目总投资为 31,050 万元。该工程已接近完工，之后由中金环境运营团队负责运营。
- 4、周铁镇土地、房产、设备，作价 **4,535 万元**。金山集团同意将其位于宜兴市周铁

镇的整体厂区（包括土地、厂房及设备等，主要用于蓝藻深度处理，以下简称“周铁镇项目”）代子公司金山环保先行结算 2018 年度的运营补偿款，并签署了《委托运营协议之补充协议》，周铁镇整体厂区的资产评估值为 4,826 万元，经双方协商一致，交易作价 4,535 万元。

图 43：金山集团 4.73 亿尾款清偿方案完成



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

第二个担忧则是今年 12 月金山集团质押给上述借款人的 1.72 亿股中金环境股份就将解禁，届时将成为流通股份存在减持风险。我们认为，考虑到金山集团紧张的现金流状况以及借款人为中金环境新并购两家公司的大股东这一特殊身份，这部分股权大概率会归借款人所有。作为公司新并购的子公司大股东，与母公司利益绑定密切，短期内减持动机弱。另根据前复权计算，若不考虑其他抵押物，1.72 亿股对应 19.67 亿元，平均每股价格超过 11 元，与中金环境当前股价差价超过 60%。作为对公司未来发展充满信心的大股东，当前价位进行减持概率较小。

5.2 可转债发行未提速，无压制股价担忧

公司于 2018 年 5 月 16 日发布公告称将发行 6 年期总价为 16.95 亿元的可转债，将投资于下述 5 个项目清河县 PPP、沙河市 PPP、大名县污水处理厂、清河县花海水城项目、装备高效节能泵智能工厂项目，并额外募集 1.5 亿元用于补充流动资金。公司此次募资必要性在于：项目工程在投标阶段需支付大额投标保证金、在项目实施阶段需支付建设保证金、建设期亦需公司垫付部分或全部工程建设款，对公司营运资金占用较大。

表 11：可转债募集资金用途一览

序号	项目名称	项目资金投入总额	募集资金拟投入金额
1	清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目	103,312.53	70,000.00
2	沙河市故河道改造提升工程 PPP 项目	27,495.55	25,000.00
3	大名县城西工业园区污水处理厂项目	5,255.80	4,500.00
4	清河县花海水城项目	52,559.12	35,000.00
5	环保装备高效节能泵智能工厂项目	22,060.00	20,000.00
6	补充流动资金项目	15,000.00	15,000.00
合计		225,683.00	169,500.00

资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

可转债的发行对于公司扩充资本，积极拓展项目有着积极意义。但是 16.95 亿元的

可转债如果全额发行，将在未来带来较大的稀释效果，对未来公司股价产生压制。因此，投资者较为担忧此预案会否加速实施。通过目前的公开信息来看，该可转债不会提速，反倒有可能缩小规模发行或暂时搁置。主要原因如下：

1、资金用途问题。预案中明确表示 16.95 亿元中将有超过 10 亿元将投在清河、沙河的 PPP 项目中。但公司已经从国家开发银行获得了足够的授信额度。以清河县清水河区域生态综合治理工程 PPP 项目为例，公司已从国开行获得总授信额度 7 亿元，年利率 4.35% 的 15 年期贷款，初始资本金仅需投入不足 2 亿元。再加上公司货币资金充足，发行大规模转债的理由不够充分，以上的资金用途大概率需要更改。然而，公司目前并无与上述工程项目类似规模的在手订单，短期内发行大额可转债的几率较小。

2、市场行情问题。可转债发行必须考虑市场行情和自身股价情况，如果在行情低迷，股价被低估的情况下发出会令未来股本稀释效应被放大，不利于公司保持稳定的股权结构。另一个重要考量来源于承销方，目前可转债市场普遍低迷，溢价率下行上市破发现象比比皆是，许多转债发行无人问津。承销方往往需要承担余额包销并上市破发的亏损风险，面对发行总额较大的可转债，当下时机承销方也不愿意冒险。

因此，我们认为中金环境 16.95 亿可转债预案后期可能面临较大调整。

5.3 重要子公司业绩稳定，未来商誉减值风险较低

公司过去几年通过几次重要并购产生了较大商誉，也在经营过程中曾经产生过商誉减值。以 2017 年为例，金山环保业绩未达预期被剥离，由此带来了高达 9.63 亿元的商誉减值。尽管公司当年依靠并购洛阳水利等公司增加了部分商誉，但年报中最终还是有 7.44 亿元减值。但这种情况不太可能发生在 2018 以及未来几年。

首先，金山环保已经彻底剥离，后续公司将不会受到其影响。其次，目前公司的商誉构成较为简单，2016 年并购中咨华宇产生了 9.72 亿商誉，2018 年并购金泰莱大幅增加了 14.66 亿商誉，两者比例占据总商誉的 81.8%。但上文已经分析金泰莱未来几年业绩增长率几乎可以确定超过业绩承诺增长率，商誉减值的风险较低。中咨华宇则已经到了业绩承诺期的最后一年，上半年完成近九成承诺，暂时无商誉减值风险。剩余的几家子公司也同样经营稳定。换另一个角度思考，作为一家危废处理企业，A 股中对应的上市公司市盈率大多为 13-14 倍，若金泰莱今年可实现 1.7 亿元利润的业绩承诺，其合理价值也应该有 20 亿以上。中金环境用 17.87 亿元收购金泰莱并不能算溢价过高。同样的，收购中咨华宇中金环境共斥资 11.44 亿元，若按照环保行业保守 10 倍左右 PE 计算，对应到利润总额应为 1.14 亿元，明显低于中咨华宇的实际利润。这进一步缓解了未来商誉减值的担忧。

图 44：中金环境商誉情况

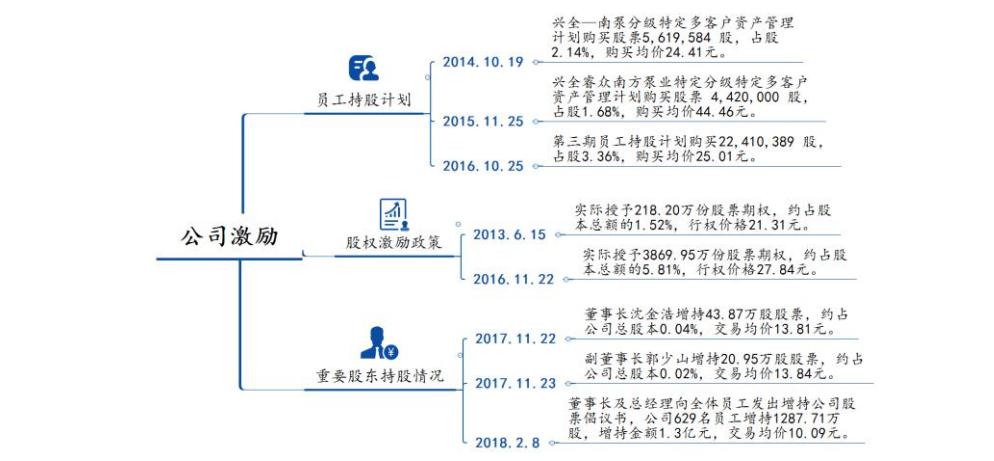


资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

5.4 激励政策全面到位，股权结构持续优化

并购较多的企业往往会对内部管理松散、凝聚力不强的担忧。不过中金环境十分注重内部激励政策，各方利益绑定紧密。自2013年以来，公司已经先后进行了3期员工持股计划，推出了2次股权激励政策，董事长、副董事长及全体员工先后多次增持公司股份。以最近的三次的激励政策为例：2016年11月22日，公司对729名激励对象发行3,869.95万份股票期权，行权价27.84元/股（前复权9.61元/股），对应业绩要求为2016-2018年净利润增长率分别不低于70%、125%、170%，彰显公司对未来盈利能力的信心。2017年5月16日，公司宣布第三期员工持股计划实施完成，累计购买公司股票2,241.04万股，占比3.36%，成交金额5.6亿元，成交均价25.01元/股（前复权8.63元/股）。这是公司连续第三年实施员工持股计划，员工参与度逐年提高，参与规模由一期二期的680万股、540万股增加到2,122.39万股。2017年11月22日以来，公司董事长、副董事长先后增持或号召公司全体员工增持公司股份共1,352.53万股，各方利益绑定牢靠，员工对公司未来发展充满期待。更为重要的是，目前高管增持股份均未减持，按照前复权计算，除了2013年股权激励计划的溢价率为正外其余股份均有大幅折价，最高折价率达50%以上。

图 45：中金环境激励政策全面到位



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

表 12：中金环境激励、增持价明显高于股价

类别	实施日期	交易均价（前复权）	折价率	备注
员工持股计划	2014.10.19	4.16	/	已出售完毕
	2015.11.25	7.64	/	已出售完毕
	2016.10.25	8.63	50.29%	已完成购买
股权激励	2013.6.15	1.96	-118.88%	已完成购买
	2016.11.22	9.61	55.36%	已完成购买
高管增持	2017.11.22	8.60	50.12%	尚未减持
	2017.11.23	8.62	50.23%	尚未减持
	2018.2.8	6.28	31.69%	尚未减持

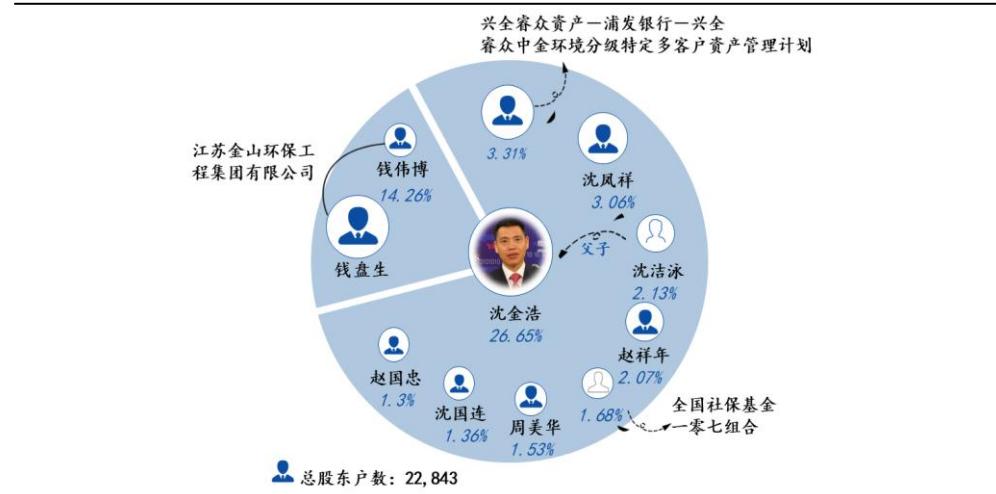
资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心，以9月28日收盘价4.29元/股计算折价率

此外，公司还特别注重员工福利和利益分享机制，今年上半年员工薪酬普遍上涨，人工费用占总费用的比重上升。公司在制造板块率先推行承包经营制改革，以所有权和经营权分离及利益共享机制，充分激发内部优秀经营团队的主观能动性。同时，充分发挥环保咨询项目的前端引流作用，配合具体的利益共享制度，充分激发公司各业务板块间协同作用。在环保咨询项目方面，陕西绿馨、陕西科荣、洛阳水利等与中咨华宇协同经营累计合同额逾两千万元；环保板块与制造板块也已建立起良好的沟通机制，在水泵销售及市场开拓等方面已初步实现协同经营。

经过多次员工持股计划、股权激励和重要股东增持后，公司的股权结构逐步优化。公司总股本 19.23 亿股，总股东户数 22,843 名。董事长沈金浩持股比例达 26.65%，其子沈洁冰持有 2.13%。此外，公司第二大股东江苏金山环保工程集团有限公司持有 14.26% 的股份，但考虑到金山集团已将 100% 股份质押给包括金泰莱、中咨华宇大股东在内的多名个人，其持股比例有望在年底降为 0，而与公司利益绑定更为密切的子公司金泰莱、中咨华宇大股东等将进一步提高持股比例，有助于后续管理。

对于投资者较为关心的股权质押风险，中金环境暂时是安全的。根据今年的股票质押新规，单只 A 股股票市场整体质押比例不超过 50%。中金环境目前的质押比例为 36.96%，离警戒线尚有一段距离。公司大股东沈金浩总质押股数为 3.62 亿股，占其总持有股份的 70.57%，尽管质押比例较高，但其资金用途正当合理，部分资金用于借款给全体员工参与员工持股计划。

图 46：中金环境股权结构图



资料来源：WIND、公司公告、国元证券研究中心

第 6 部分 盈利估值预测与投资建议

重要假设：

1、传统不锈钢泵业务保持稳健增长，考虑到新产品开始销售，更新换代速度加快。给予 10% 到 20% 的利润增长率。环保综合治理项目顺利开展，上半年业绩完成情况良好，根据各子公司业绩承诺要求反推保守给予 20% 到 30% 的利润增长率。危废领域属于新纳入板块，同样根据业绩承诺反推保守给予 30% 以上利润增速，未来两到三年随着产能扩大业绩有望大幅提升。另预估 2018 年度由于处置金山资产、获得补贴等共获得约 8,000 万元非经常性收益。

2、公司商誉增加主要系收购金泰莱所致，但考虑到金泰莱和中咨华宇业绩承诺完成

情况良好，暂不考虑商誉减值。

3、预计公司应收账款增速较快，根据半年报数据或达到 65%。这是因为前期无大型环保工程，今年新增环保工程业务的开展势必带来较大的应收款项，但随着项目进入运营期以及后续基数提升，该上升比例会有所下滑。

4、现金流量表中 2018 年由于公司和供应商达成战略协议延长了支付周期以及销售扩大导致经营性现金流提高约一倍，但考虑到支付款项延期支付以及环保工程业务逐步进入回收期，未来经营性现金流给予保守估计略有下滑。不过公司未来两三年暂无重大并购计划，投资性现金流支出逐步减少，综合导致现金流净额由负转正。

5、毛利率方面根据公司各板块毛利率历史趋势以及结构调整后的毛利率变化情况给予估计，整体毛利率略微下调。

6、业绩拆分为三大板块：通用设备制造板块（水泵制造）、环保咨询与工程业务板块以及危废处理板块。根据 2018 年半年报披露，污水污泥板块已经划归为环保咨询与工程业务板块，不做单独处理。因此，业绩拆分时将 2018 年以前的污水污泥板块业绩和环保咨询业务业绩加总计算，并同时考虑金泰莱在并购前的危废处理业务业绩状况，采取统一口径进行对比。

7、采用 PE 估值时根据公司主要三大业务分类计算，用各自预测利润乘以相应 PE 水平再进行求和。

我们预计，公司 18 年实现每股收益为 0.44 元，19 年和 20 年分别实现每股收益 0.53、0.68 元，按最新收盘价 2018 年、2019 年和 2020 年对应 PE 估值分别为 9X、8X 和 6X。相对估值方面，由于中金环境业务结构较为特殊，我们将其三大业务板块进行拆分，分别和对标公司进行比较。其中，通用设备制造板块 PE 均值大约为 10 至 14 倍（中值 12 倍），环保咨询与工程板块（含污水污泥处理）PE 均值大约为 8 至 14 倍（中值 11 倍），危废板块 PE 均值大约为 10 至 15 倍（中值 12 倍）。根据 2018 年半年报各板块利润占比数据，分别给予通用设备制造、环保咨询与工程和危废板块 40%、35% 和 25% 的权重，计算得出的保守综合 PE 约为 11 倍。目前中金环境滚动 PE 仅有 8 倍，具备一定的估值优势。

公司转型顺利，充分发挥环评的资源导流作用，拉动各部门协同发展，逐渐探索形成“前端环保咨询拉动后端设计、工程、运营、设备、投资共同增长，以及环保投资拉动咨询、设计、工程、运营、设备增长”的双引擎经营模式。伴随着金山资产处置完成，金泰莱危废处置不断放量，中咨华宇在手订单数额增加且逐步变现，水泵业务持续保持 10% 到 20% 增长，预计未来中金环境整体估值水平有较大抬升空间。按照上述主营业务拆分后的利润比例加权的可比公司 11 倍 PE 计算（事实上，业务拆分未充分考虑各业务板块整合后产生的协同效应，此估计偏保守），对应目标价 4.84 元，首次覆盖“增持”评级。

表 13: 分项业绩预测 (单位: 百万元)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
通用设备制造					
营业收入	1,826	2,344	2,742	3,153	3,563
增长率	7.94%	28.55%	16.98%	15%	13%
营业成本	1,057	1,378	1,651	1,939	2,189
增长率	5.95%	30.36%	19.81%	17.44%	12.89%
毛利	769	966	1,091	1,214	1,374
毛利率	42.11%	41.20%	39.80%	38.50%	38.56%
环保咨询与工程业务					
营业收入	963	1,471	1,912	2,450	3,063
增长率	-	52.63%	29.98%	28.14%	25.02%
营业成本	468	732	1,291	1,695	2,151
增长率	-	56.42%	76.37%	31.29%	26.90%
毛利	495	739	621	755	912
毛利率	51.40%	50.19%	32.47%	30.80%	29.78%
危废处理业务					
营业收入	102	225	305	720	1,214
增长率	104.92%	120.59%	35.56%	136.07%	68.61%
营业成本	41	85	138	324	556
增长率	73.87%	107.32%	62.35%	134.78%	71.60%
毛利	61	140	167	396	658
毛利率	59.80%	62.22%	54.75%	55%	54.22%

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

注: 金泰莱 2017 数据根据审计报告中 1-9 月数据推算得来, 仅供参考

表 14: 同业比较估值

行业 分类	股票 名称	总市值 (亿元)	PB	PE16	PE17	PE18	PE19	PE20
水泵 制造	中金环境	65.97	1.39	13	11	8	6	5
	西泵股份	32.38	1.53	30	13	11	9	7
	东音股份	20.16	2.67	20	17	13	11	9
	新界泵业	24.65	1.72	21	19	17	14	10
	利欧股份	87.27	1.06	16	21	17	16	-
环保 工程 (污水污泥)	碧水源	245.74	1.34	13	10	8	6	5
	博世科	37.50	3.07	60	26	13	9	7
	国祯环保	41.06	2.09	32	21	14	10	8
	启迪桑德	153.22	1.02	14	12	10	8	6
危废 处理	东江环保	91.55	2.37	17	19	16	13	10
	龙净环保	86.70	1.88	13	12	11	10	9
	金圆股份	60.53	1.78	20	17	11	8	6

资料来源: WIND、国元证券研究中心, 上述预测均采取 WIND 一致性预测值, 截止时间为 2018 年 10 月 12 日

附表 1: 资产负债表 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2,987	4,760	4,563	5,658	7,286
现金	814	1,022	971	1,341	2,361
应收账款	1,009	858	1,304	1,723	1,736
其他应收款	175.29	220	436	261	304
预付账款	33	47	80	93	118
存货	576	570	902	1,154	1,411
其他流动资产	72	2,043	870	1,086	1,356
非流动资产	4,318	5,105	6,272	6,451	6,441
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	898	764	769	737	686
无形资产	757	1,174	1,524	1,882	2,244
商誉	2,238	1,494	2,960	3,000	2,800
其他非流动资产	1,332	3,167	3,979	3,832	3,511
资产总计	7,305	9,865	10,835	12,109	13,727
流动负债	2,648	4,583	4,568	4,702	4,938
短期借款	722	991	1,237	889	902
应付账款	720	625	850	980	1,100
其他流动负债	1,206	2,967	2,481	2,833	2,935
非流动负债	514	568	756	950	1,119
长期借款	501	556	744	938	1,107
其他非流动负债	13	12	12	12	12
负债合计	3,162	5,151	5,325	5,653	6,057
少数股东权益	88	109	119	132	148
股本	668	1,202	1,923	1,923	1,923
资本公积	2,059	1,538	817	817	817
留存收益	1,328	1,854	2,652	3,585	4,781
归属母公司股东权益	4,055	4,605	5,392	6,325	7,521
负债和股东权益	7,305	9,865	10,835	12,109	13,727

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

附表 2: 利润表 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,790	3,815	4,959	6,323	7,840
营业成本	1,526	2,111	2,837	3,699	4,594
营业税金及附加	33	41	55	70	87
营业费用	266	325	407	506	627
管理费用	286	454	521	632	784
财务费用	39	84	111	118	102
资产减值损失	61	100	86	91	89
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	0	1	1	1
营业利润	583	721	943	1,208	1,556
营业外收入	30	3	80	30	20
营业外支出	5	3	4	4	3
利润总额	609	721	1,019	1,234	1,573
所得税	92	121	162	198	254
净利润	517	600	857	1,036	1,319
少数股东损益	7	9	10	14	17
归属母公司净利润	510	591	847	1,022	1,302
EBITDA	709	904	1,129	1,406	1,740

EPS (元)	0.76	0.49	0.44	0.53	0.68
---------	------	------	------	------	------

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

附表 3: 现金流量表 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	578	767	1,646	1,130	1,220
净利润	517	600	857	1,036	1,319
折旧摊销	86	99	75	80	82
财务费用	39	84	111	118	102
投资损失	-3	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-106	-124	-211	-296	-394
其他经营现金流	45	109	815	193	112
投资活动现金流	-1,348	-1,216	-1,932	-412	-172
资本支出	382	872	0	0	0
其他投资现金流	-1,730	-2,088	-1,932	-412	-172
筹资活动现金流	416	707	236	-348	-28
短期借款	-73	269	246	-348	13
长期借款	490	54	189	194	169
普通股增加	335	534	721	0	0
资本公积增加	-320	-521	-721	0	0
其他筹资现金流	848	371	-199	-194	-210
现金净增加额	-348	260	-50	370	1,020

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

附表 4: 主要财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2,790	3,815	4,959	6,323	7,840
收入同比 (%)	43%	37%	30%	28%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	510	591	847	1,022	1,302
净利润同比 (%)	80%	16%	43%	21%	27%
毛利率 (%)	45.3	44.7%	42.8%	41.5%	41.4%
ROE (%)	12.6	12.8%	15.7%	16.2%	17.3%
每股收益 (元)	0.76	0.31	0.44	0.53	0.68
P/E	16	13	8	6	5.
P/B	1.95	1.72	1.22	1.04	0.88
EV/EBITDA	10	8	5	4	3

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

第 7 部分 风险提示

- 1、环保业务新增订单与 PPP 落地情况不达预期，应收账款周转率下降。
- 2、金山环保清偿款中的应收账款部分确认坏账损失。
- 3、环评、危废政策重大变动。
- 4、证券市场持续下行，大股东较高质押比例带来的股权质押风险。
- 5、子公司业绩不达预期带来商誉减值风险。
- 6、多次并购后的管理风险等。

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	回避 行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn