

业绩平稳增长，异地项目持续突破

——上海环境 (601200.SH) 三季度点评

季报点评

邱懿峰 (分析师)	黄红卫 (联系人)	赵腾辉 (联系人)
010-69004648	010-69004537	010-83561349
qiuyifeng@xsdzq.cn	huanghongwei@xsdzq.cn	zhaotenghui@xsdzq.cn
证书编号: S0280517080002	证书编号: S0280118010010	证书编号: S0280118020015

● 业绩符合预期，研发费用及财务费用有所上涨：

公司发布 2018 年三季度报告，公司 2018 年前三季度实现营收 18.35 亿元 (+4.59%)，归母净利润 4.99 亿元 (+5.16%)，扣非净利润 3.71 亿元 (-7.25%)；第三季度实现营收 6.20 亿元 (+11.23%)，归母净利润 2.19 亿元 (+25.45%)，扣非净利润 1.02 亿元 (-17.30%)，业绩符合预期。

公司第三季度营收、归母净利润、扣非净利润的变动差异主要原因是：(1) 整体毛利率为 38.81%，同比上升 0.14pct；(2) 成都洛带项目资产处置导致资产处置损益同比增加 1.47 亿元；(3) 管理费用率、研发费用率、财务费用率同比变动为 -0.69pct、0.71pct、1.12pct，三项费用率合计同比增加 1.14pct；(4) 少数股东损益增加 0.03 亿元。

● 2018 年公司异地项目持续落地，发展势头向好：

公司 2017 年上市后向外开拓的意愿大大增强，2017 年先后新签了威海市文登和蒙城县两个项目，垃圾焚烧产能合计 2100 吨/日。2018 年，公司异地项目加速突破。(1) 2018 年 3 月，公司与明泉集团举行了南充嘉源环保科技有限责任公司股权转让签约仪式，涉及危废总处置规模约 6.6 万吨/年；(2) 2018 年 4 月，公司接连签订奉化和宜宾两个协议，合计总投资高达 65 亿元；(3) 2018 年 8 月，公司中标金华市第二生活垃圾焚烧发电项目及金华市飞灰（含其它危废）填埋项目，项目包括生活垃圾焚烧 3000 吨/日、渗沥液处理站 900 吨/日、飞灰填埋场 40 万立方米；(4) 2018 年 9 月，公司中标晋中市市城区生活垃圾焚烧发电 PPP 项目，项目规模为 1200 吨/日。

● 公司内生动力十足、资产注入可期，维持“推荐”评级：

预计公司 2018 至 2020 年 EPS 分别为 0.81、1.01 和 1.29 元，当前股价对应 PE 分别为 15.0、12.1 和 9.5 倍。考虑公司上市后业务发展加速，传统主业（垃圾焚烧+市政污水）在外埠加速开拓，新兴业务（危废医废、土壤修复等）逐渐壮大，2019 年业绩将开始进入加速释放期，且集团的优质资产也有注入的可能性，维持“推荐”评级。

● 风险提示：项目推进不及预期、融资环境恶化、资产注入不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2551	2,566	2,716	3,426	4,533
增长率(%)	27.0	0.6	5.8	26.2	32.3
净利润(百万元)	465.1	506	573	710	904
增长率(%)	36.2	8.8	13.2	24.1	27.2
毛利率(%)	34.7	33.7	36.0	35.7	34.9
净利率(%)	18.2	19.7	21.1	20.7	19.9
ROE(%)	9.4	9.6	9.9	11.0	12.4
EPS(摊薄/元)	0.66	0.72	0.81	1.01	1.29
P/E(倍)	18.45	17.0	15.0	12.1	9.5
P/B(倍)	1.75	1.6	1.5	1.3	1.2

推荐（维持评级）

市场数据	时间 2018.10.30
收盘价(元):	12.33
一年最低/最高(元):	11.4/28.58
总股本(亿股):	7.03
总市值(亿元):	86.62
流通股本(亿股):	3.76
流通市值(亿元):	46.38
近 3 月换手率:	34.53%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.88	-11.35	-32.72
绝对	-13.4	-23.97	-56.22

相关报告

《运营项目总量基本保持稳定，异地项目拓展提速》2018-08-30

《三大优势独树一帜，环保新贵蓄势待发》2018-07-24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1708	2256	2271	2702	3515
现金	633	650	821	677	1409
应收账款	380	567	435	829	844
其他应收款	97	119	110	179	203
预付账款	58	64	65	97	118
存货	105	128	110	191	213
其他流动资产	434	729	729	729	729
非流动资产	10184	10128	10640	11236	12038
长期投资	101	96	90	84	78
固定资产	345	321	329	334	427
无形资产	3872	3698	4195	4793	5509
其他非流动资产	5867	6013	6025	6025	6024
资产总计	11892	12384	12911	13938	15554
流动负债	2742	2497	2761	3360	4121
短期借款	74	400	400	400	400
应付账款	1295	1221	1351	1906	2459
其他流动负债	1373	877	1011	1054	1262
非流动负债	3315	3578	3211	2845	2673
长期借款	2091	1832	1465	1099	927
其他非流动负债	1223	1746	1746	1746	1746
负债合计	6057	6075	5972	6205	6794
少数股东权益	942	910	1023	1164	1343
股本	2560	703	703	703	703
资本公积	431	2289	2289	2289	2289
留存收益	1902	2407	3017	3774	4736
归属母公司股东权益	4893	5399	5915	6569	7417
负债和股东权益	11892	12384	12911	13938	15554

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1015	869	1360	1218	2102
净利润	550	606	686	851	1083
折旧摊销	296	235	277	330	397
财务费用	138	114	45	29	6
投资损失	2	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	1	-32	368	23	631
其他经营现金流	29	-40	0	0	0
投资活动现金流	-1076	-194	-775	-911	-1185
资本支出	1128	879	519	602	809
长期投资	8	28	6	6	6
其他投资现金流	60	713	-250	-303	-370
筹资活动现金流	-233	-653	-415	-451	-186
短期借款	8	326	0	0	0
长期借款	-260	-260	-366	-366	(172)
普通股增加	0	-1857	0	0	0
资本公积增加	0	1857	0	0	0
其他筹资现金流	19	-720	-49	-85	-14
现金净增加额	-293	22	171	-144	732

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2551	2566	2716	3426	4533
营业成本	1665	1701	1739	2202	2951
营业税金及附加	40	38	40	51	67
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	221	220	233	294	389
财务费用	138	114	45	29	6
资产减值损失	1	0	0	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	15	15	15	15
营业利润	486	622	674	866	1134
营业外收入	179	78	118	115	110
营业外支出	14	9	11	11	11
利润总额	651	691	782	970	1234
所得税	101	85	96	119	151
净利润	550	606	686	851	1083
少数股东损益	85	100	113	141	179
归属母公司净利润	465	506	573	710	904
EBITDA	1070	1052	1115	1343	1657
EPS(元)	0.66	0.72	0.81	1.01	1.29

主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入(%)	27.0	0.6	5.8	26.2	32.3
营业利润(%)	29.0	28.0	8.3	28.4	31.0
归属于母公司净利润(%)	36.2	8.8	13.2	24.1	27.2
获利能力					
毛利率(%)	34.7	33.7	36.0	35.7	34.9
净利率(%)	18.2	19.7	21.1	20.7	19.9
ROE(%)	9.4	9.6	9.9	11.0	12.4
ROIC(%)	7.3	7.6	7.7	9.0	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.9	49.1	46.3	44.5	43.7
净负债比率(%)	41.5	30.1	20.3	15.4	3.8
流动比率	0.6	0.9	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.6	0.9	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	8.8	5.4	5.4	5.4	5.4
应付账款周转率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.72	0.81	1.01	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	1.60	0.61	1.94	1.73	2.99
每股净资产(最新摊薄)	6.96	7.68	8.42	9.35	10.56
估值比率					
P/E	18.45	16.95	14.98	12.07	9.49
P/B	1.75	1.59	1.45	1.31	1.16
EV/EBITDA	12.07	12.2	11.2	9.2	7.0

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>