

## 监测大单持续落地, 业务新增长点确立

### 投资要点

- **事件:** 公司近期密集中标环境监测订单。
- **依托大气治理优势业务, 环境监测大单持续落地。**六合天融在紧抓传统脱硫脱硝业务的同时, 近两年在区域能源、环境能效监控与大数据等业务领域取得较快发展, 业务比重逐渐提升, 利润贡献不断增加。**1) 西安项目: 体量超3亿元, 国内规模最大的智慧环保项目。**10月26日, 公司公告, 全资三级子公司中节能天融科技作为牵头人, 联合中节能资本组成联合体, 参与西安市环境保护局“智慧环保”项目设计施工总承包投标, 项目总金额3.3亿元, 工期180天。西安市智慧环保项目是汾渭平原第一个大型智慧环保项目, 同时也是目前国内规模最大的智慧环保项目。**2) 延庆项目: 国内首个智慧环保PPP项目。**2018年9月, 公司官网披露, 中环装备与神州数码、中科宇图联合中标“延庆区智慧环保政府和社会资本合作(PPP)项目”。该项目是国内第一个落地的智慧环保类PPP项目, 项目的实施将为2019年中国北京世界园艺博览会和2022年北京-张家口冬季奥运会的成功举办提供优质环境条件保障, 助推延庆区的整体生态环境质量达到国际一流水平。**3) 宁夏项目: 规模超5000万, 公司首个省级水质监测项目落地宁夏。**2018年11月, 公司官网披露, 近日, 中环装备及其全资子公司天融科技中标宁夏回族自治区环境监测中心站全区地表水水质自动监测站建设项目(一期), 项目规模超过五千万元, 为宁夏回族自治区的水质质量监测工作提供了有力支撑。**4) 2018年11月, 公司中标5062万元国家空气站大单。**国家环境空气监测网城市环境空气自动监测站运维项目(2019年-2021年)于11月发布中标结果, 前19包招标成功, 总金额为8.39亿元。
- **央企中节能旗下唯一上市环保公司, 积极参与长江大保护、海南生态岛。**中环装备实际控制人为中节能集团, 中节能集团是中央企业中唯一一家以节能环保为主业的产业集团。中国节能下属A股上市公司4家——包括中环装备、万润股份、节能风电、太阳能等。而在这些上市公司中, 中环装备是中国节能环保集团旗下唯一正式涉足环保产业的上市公司。集团公司积极参与长江大保护、海南生态岛建设, 上市公司预计有所受益。
- **增发收购污水污泥设备专家兆盛环保99.18%股权, 11月8日获证监会通过。**兆盛环保99.18%股权作价为7.14亿元(发行价16.43元/股), 上市公司拟向包括中节能集团在内的不超过5名符合条件的特定投资者非公开募集资金, 募集配套资金总额不超过4.1亿元, 其中, 中节能集团拟以不低于3亿元现金认购配套募集资金, 承诺不参与询价并接受询价结果。标的公司承诺在2017-2019年实现扣非归母净利润0.56亿元、0.67亿元、0.79亿元。
- **盈利预测与投资建议:** 预计2018-2020年EPS分别为0.25元、0.53元、0.62元; 公司环境监测业务推进顺利, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 竞争加剧风险, 并购事项进度或不及预期, 并购企业业绩实现或不及承诺风险, 资金注入不如预期等。

| 指标/年度         | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1901.42 | 1436.15 | 1981.07 | 2150.46 |
| 增长率           | 44.51%  | -24.47% | 37.94%  | 8.55%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 75.98   | 86.18   | 181.97  | 215.17  |
| 增长率           | -15.74% | 13.43%  | 111.15% | 18.25%  |
| 每股收益EPS(元)    | 0.22    | 0.25    | 0.53    | 0.62    |
| 净资产收益率ROE     | 4.89%   | 5.41%   | 6.77%   | 7.58%   |
| PE            | 39      | 34      | 16      | 14      |
| PB            | 1.97    | 1.92    | 1.14    | 1.08    |

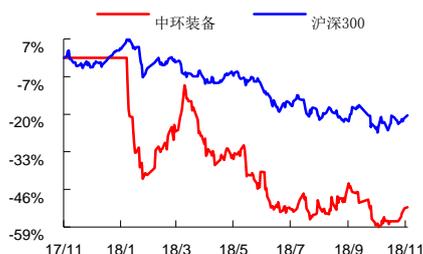
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
执业证号: S1250515090004  
电话: 023-67610701  
邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 濮阳  
执业证号: S1250517090001  
邮箱: py@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 3.45       |
| 流通A股(亿股)    | 2.45       |
| 52周内股价区间(元) | 7.04-17.31 |
| 总市值(亿元)     | 29.68      |
| 总资产(亿元)     | 41.67      |
| 每股净资产(元)    | 3.72       |

### 相关研究

1. 中环装备(300140): 收购兆盛环保, 中节能旗下唯一环保上市公司 (2018-02-01)

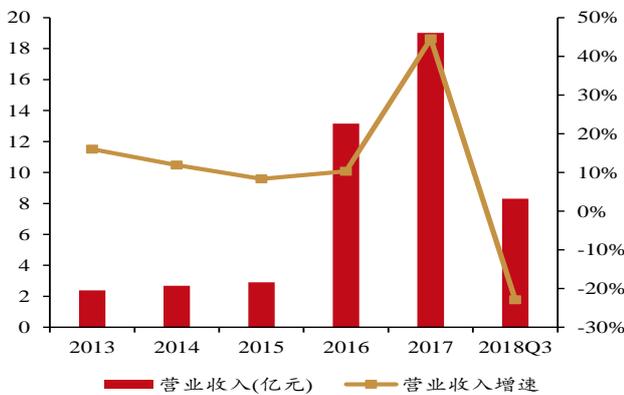
## 目 录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1 公司简介：主营大气治理、环境监控.....                | 1  |
| 2 依托大气治理优势业务，环境监测业务大单持续落地.....         | 2  |
| 2.1 西安项目：体量超3亿元，国内规模最大的智慧环保项目.....     | 2  |
| 2.2 延庆项目：国内首个智慧环保PPP项目.....            | 4  |
| 2.3 宁夏项目：规模超5000万，首个省级水质监测项目落地宁夏.....  | 5  |
| 2.4 2018年11月中标国家空气站大单.....             | 5  |
| 3 央企中节能旗下唯一上市环保公司，积极参与长江大保护、海南生态岛..... | 6  |
| 4 收购兆盛环保，环保业务向水务领域延伸.....              | 8  |
| 5 盈利预测与投资建议.....                       | 9  |
| 6 风险提示.....                            | 10 |

## 1 公司简介：主营大气治理、环境监控

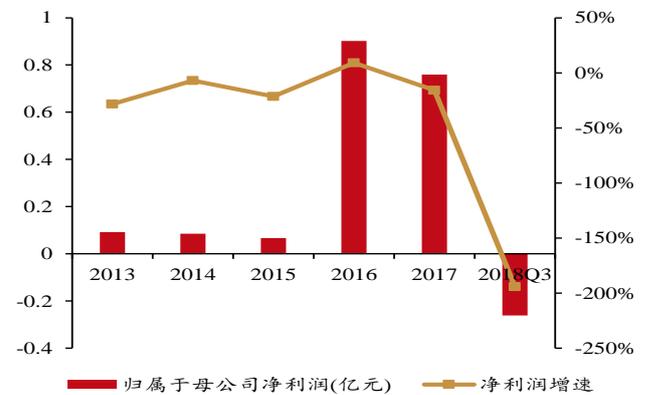
公司致力于成为**高端装备制造和环境治理提供商**。中环装备致力于以高端节能环保装备为依托，成为高端节能环保装备制造与环境治理综合服务商。2016年10月，上市公司重大资产重组事项获得中国证监会核准，并已顺利实施完毕，中节能六合天融环保科技有限公司成为上市公司全资子公司。上市公司主营业务在电工装备的研发、制造及销售等基础上，拓展了高端节能环保装备、大气综合治理、环境监测与智慧环境(大数据)服务等相关业务，进入了环保业务领域。上市公司业务范围增大，资产规模和盈利能力显著提升，降低了单一主业的运营风险，提升了上市公司整体价值。前次重大资产重组完成后，2016年度上市公司实现营业收入13.16亿元，归属于母公司所有者的净利润0.90亿元，较前次重大资产重组前的2015年度分别增长了353.79%和1185.71%，业绩提升明显。2018年前三季度，公司收入同比下降23%至8.3亿元；归母净利润同比下降194%至-2615万元。

图 1：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

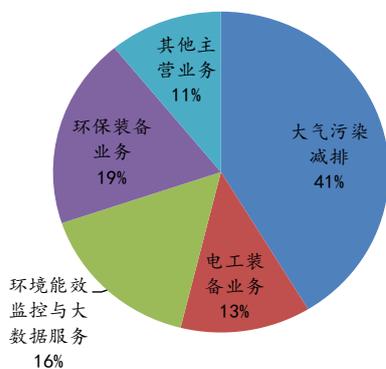
图 2：公司 2013 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

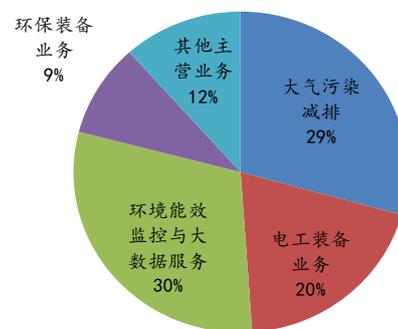
**公司主营业务结构：**2017年公司主要收入来源于大气污染减排、电工装备业务、环境能效监控与大数据业务、环保装备业务，收入占比分别为41%、13%、16%、19%。2017年公司毛利主要来源于大气污染减排、电工装备业务、环境能效监控与大数据业务、环保装备业务，毛利占比分别29%、20%、30%、9%。

图 3：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 依托大气治理优势业务，环境监测业务大单持续落地

**2016 年完成并购实控人中节能旗下六合天融，环保平台启航。**公司于 2016 年成功收购六合天融 100% 股权。标的公司承诺实现的 2016~2018 年扣非归母净利润数分别 0.89、1.02、1.10 亿元。在 2016 年，六合天融经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为 1.05 亿元，超额完成了 2016 年度的业绩承诺金额；2017 年，六合天融实现扣除非经常性损益后的归属于母公司的净利润为 1.02 亿元，完成承诺业绩。

**依托大气治理优势业务，积极拓展环境监测与大数据业务。**六合天融在紧抓传统脱硫脱硝业务的同时，近两年在区域能源、环境能效监控与大数据等业务领域取得较快发展，业务比重逐渐提升，利润贡献不断增加。大气治理领域开展超净排放业务、VOCs 治理业务实现零的突破；环境监测业务进军水质监测领域并开展“第三方质控”业务，由单一的研发及服务升级为客户提供总体解决方案；智慧环境业务持续推进。在业务稳步发展的同时，六合天融积极创新与探索发展模式，充分发挥央企、上市公司的平台优势，聚合资源、协同发展，参与组建“节能环保装备联盟”；在区域能源业务上，充分利用金融服务拓展业务，立足当地市场并形成区域业务辐射。

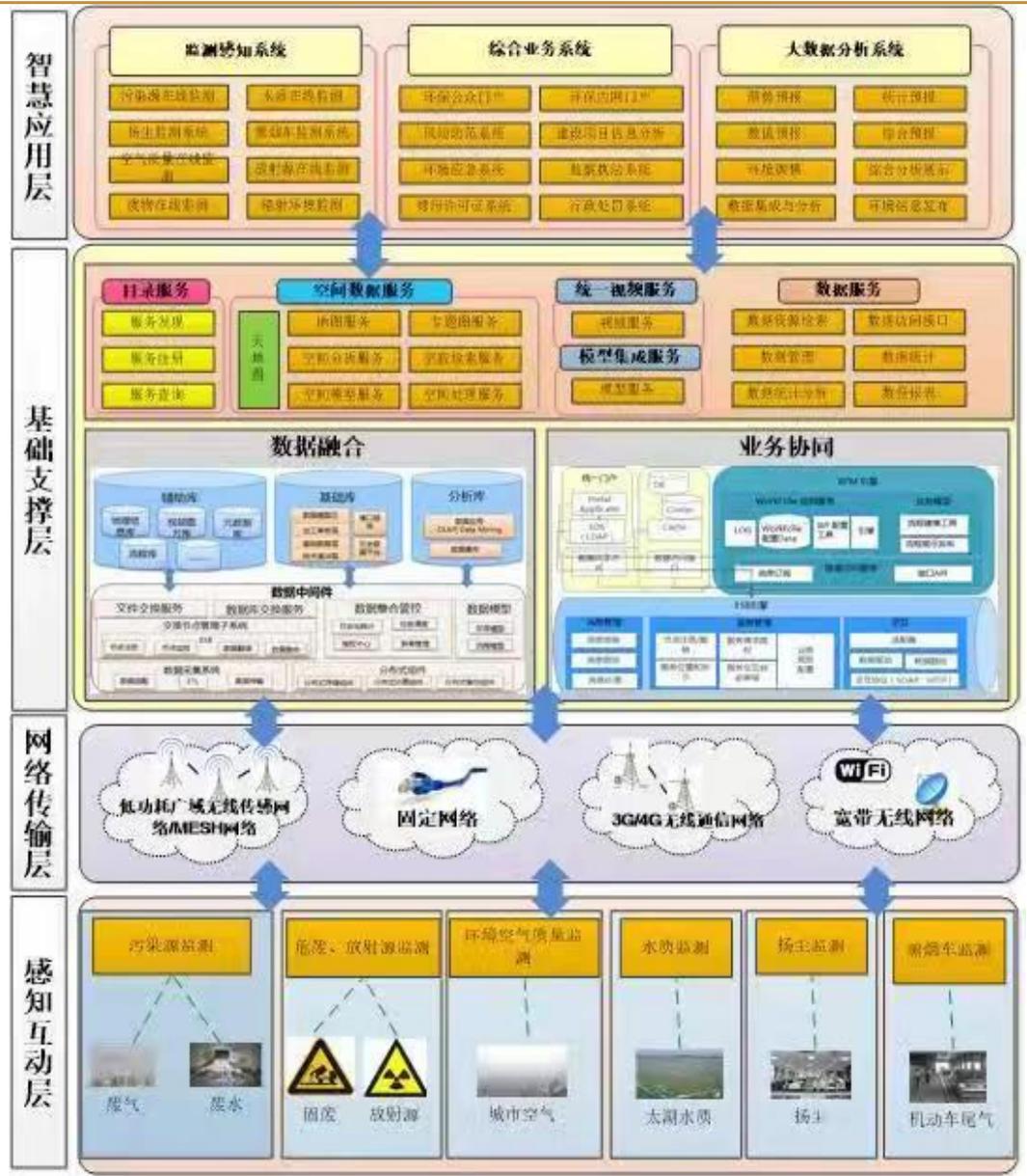
**环保税正式实施、排污许可证全面推广，刺激监测业务需求。**环境监测行业未来发展重点包括气、水、运维、智慧环保。近年全国环境监测产业增长的主要原因来源于大气污染监测系统。未来三年，受到国家加强环境监控的政策利好，该行业将会随着整个节能环保的蓬勃发展而迅猛发展。《环境保护税法》将于 2018 年 1 月 1 日起正式施行；今年是排污许可证改革元年，2020 年覆盖全行业。环保税法、各行业排污许可证，都把自动在线监测放在最首要的监测方法，刺激监测业务需求。

### 2.1 西安项目：体量超 3 亿元，国内规模最大的智慧环保项目

**三级子公司天融科技作为牵头人，中标 3.3 亿西安智慧环保项目。**10 月 26 日，中节能环保装备股份有限公司，发布公告称，公司全资三级子公司中节能天融科技有限公司作为牵头人，联合中节能资本控股有限公司组成联合体，参与西安市环境保护局“智慧环保”项目设计施工总承包投标，项目总金额 331,044,626.95 元，工期 180 天，中节能资本控股有限公司作为联合体，共同完成该项目。中环装备通过西安“智慧环保”项目建设，打造公司智慧环境信息平台，并将总结、推广、复制这种新型的智慧环境商业模式，将有助于公司成为智慧环境领域的引领者，并提升中节能环保集团公司和公司的品牌影响力，同时有助于改善公司 2018 年度经营业绩。

**西安市智慧环保项目是汾渭平原第一个大型智慧环保项目，同时也是目前国内规模最大的智慧环保项目，**主要建设内容为智慧环保感知层建设以及西安市智慧环保指挥中心应用平台建设，项目将建设国标空气站，新建及改造水质自动监测站、超级站、加强站、浮标站等，新建污染走航监测系统，新建针对当地排放企业的 VOCs 监测系统，建设智慧环保指挥中心，开发基于“环境感知物联网+大数据应用”的智慧环境管理平台系统。

图 5：西安项目系统架构图



数据来源：公司公告，西南证券整理

**西安智慧环保项目主要建设内容：**西安智慧环保项目通过建设感知网络，整合现有独立系统，建立以云计算和大数据为基础的数据管理中心，建成生态环境一体化综合管控平台体系，助力西安市实现科学管理、智能决策、有效实施的“智慧环保”目标，主要内容包括：

- 通过完善大气环境、水环境、污染排放和危化品等的实时监测感知，构建“天地空一体化”全方位、多层次、广覆盖的环境监测网络。同时，通过环境“一张图”式的环境信息专题展示，实现辖区全方位、无盲区的环境监管。
- 按照“定区域、定职责、定人员、定任务、定考核”的要求，以网格监测和GIS一张图为支撑，建立多级网格化环境监管体系，实现多级网格的环境信息查询、应用、统计、分析，实现环境保护动态监管，及时执法。

- 通过搭建大数据管理云平台和数据中心，建立大数据标准制度规范体系，明确数据标准体系架构，实现数据共享、业务系统互联互通、打破“数据孤岛”，同时提高污染应急防范及应对能力。
- “智慧环保”项目结合“天地空一体化”生态环境监测的海量环保大数据，实现智能预测预警和污染的定向溯源，可有效提高政府环境治理规划、污染物减排目标及最优路线图制定的决策水平，推动产业结构调整，为政府供给侧改革提供极具价值的支撑与量化决策依据。
- 智慧环保项目在面向政府提供环境大数据服务的同时，也面向公众和企业提供环境信息服务，使全民参与到“大环保”之中，进而强化全民环保意识，普及环保理念，提高信息公开水平，同时也极大提高了政府公信力。

**图 6：西安项目指挥中心效果图**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 延庆项目：国内首个智慧环保 PPP 项目

2018 年 9 月，公司中标延庆项目，这是国内首个智慧环保 PPP 项目，针对 2019 年园博会、2020 年冬奥会。2018 年 9 月，公司官网披露，中节能环保装备股份有限公司与神州数码系统集成服务有限公司、中科宇图科技股份有限公司联合中标“延庆区智慧环保政府和社会资本合作（PPP）项目”。该项目是国内第一个落地的智慧环保类 PPP 项目，项目的实施将为 2019 年中国北京世界园艺博览会和 2022 年北京-张家口冬季奥运会的成功举办提供优质环境条件保障，助推延庆区的整体生态环境质量达到国际一流水平。延庆智慧环保 PPP 项目的成功签订与运营实施，将对中环装备公司未来年度经营业绩产生积极的影响。同时，该项目的联合中标，标志着公司打开“智慧环保项目”新格局，全面进军智慧环保领域。未来，中环装备公司将继续秉承“驱动智慧环保齿轮，拥抱绿色未来科技”的理念，以延庆智慧环保 PPP 项目为引导，提升智慧环保项目的建设水平与运营经验，立足“京津冀、长江经济带等重点区域，辐射全国”，推进各类智慧环保项目落地、实施。

**延庆项目主要建设内容：**该项目由“互联网+天空地一体化环境监测网建设”、“智慧环保指挥中心建设”以及“智慧环保信息化能力建设”三方面建设内容组成。项目合作期限 20 年 5 个月(含建设期 5 个月，运营期 20 年)。该项目的建设，将提升延庆区环境监测基础设施与技术装备水平，为延庆区打造水、气、声等要素的实时环境监测网，建立实时掌握及控制重点活动区域环境质量的能力；建设突发事件预警监测网络和指挥平台在内的国际一流智慧环保系统，建立生态环境预警预报机制，为重污染应急措施制定及实施提供技术支撑，总体提升延庆区环境监察与监管能力。

## 2.3 宁夏项目：规模超 5000 万，首个省级水质监测项目落地宁夏

**2018 年 11 月，公司中标宁夏水质监测项目。**2018 年 11 月，公司官网披露，近日，中国节能环保集团有限公司旗下的上市公司——中节能环保装备股份有限公司（股票代码：300140）及其全资子公司中节能天融科技有限公司中标宁夏回族自治区环境监测中心站全区地表水水质自动监测站建设项目（一期），项目规模超过五千万元，为宁夏回族自治区的水质质量监测工作提供了有力支撑。

**宁夏项目主要建设内容：**宁夏回族自治区环境监测中心站全区地表水水质自动监测站建设项目是继全国水站项目后，国内首个省级行政区控水站整体建设项目，打响了落实《生态环境监测网络建设方案》的第一枪，确保全自治区监测数据真实、准确、客观。全自治区水站项目整体建设的做法从机制上确保数据的真实可靠，便于全自治区内水质情况的横向对比与纵向分析，从而做出科学合理的治理方针和决策。该项目的顺利实施将有助于宁夏回族自治区完善水环境质量自动监测网络，及时掌握全自治区范围内入黄排水沟水环境质量动态，确保全自治区入黄排水沟监测数据质量，建立健全“自动监测为主、手工监测为辅”的全自治区入黄排水沟环境质量监测体系。为丝绸之路经济带上的“塞上江南”宁夏提供监测生态环境的重要数据依据和科学管理决策来源。

## 2.4 2018 年 11 月中标国家空气站大单

**2018 年 11 月，公司中标 5062 万元国家空气站大单。**自 10 月份开启的国家环境空气监测网城市环境空气自动监测站运维项目(2019 年-2021 年)于 11 月发布中标结果，前 19 包招标成功，总金额为 8.39 亿元。其中运维服务中标商有安徽蓝盾、厦门隆力德、武汉天虹、河南鑫属、北京圣通和、青岛吉美来、中节能天融，与 2016 年-2018 年运维商相比，保留了安徽蓝盾、厦门隆力德、武汉天虹、河南鑫属、青岛吉美来，增加了北京圣通和、中节能天融两家公司。

**表 1：国家空气站（2019~2021 年）招标结果**

| 包号    | 中标供应商名称         | 中标供应商地址                        | 中标金额（元）    |
|-------|-----------------|--------------------------------|------------|
| 第 1 包 | 安徽蓝盾光子股份有限公司    | 安徽省铜陵市石城路三佳电子工业园区三厂区           | 56,116,800 |
| 第 2 包 | 厦门隆力德环境技术开发有限公司 | 厦门市思明区软件园二期观日路 18 号 501 室      | 53,364,300 |
| 第 3 包 | 武汉天虹环保产业股份有限公司  | 湖北省武汉市东湖新技术开发区华师园北路 11 号       | 47,833,200 |
| 第 4 包 | 河南省鑫属实业有限公司     | 郑州市经济开发区第二十二大街西航海东路北中兴产业园 6 号楼 | 46,866,000 |
| 第 5 包 | 安徽蓝盾光子股份有限公司    | 安徽省铜陵市石城路三佳电子工业园区三厂区           | 51,255,000 |
| 第 6 包 | 武汉天虹环保产业股份有限公司  | 湖北省武汉市东湖新技术开发区华师园北路 11 号       | 49,140,000 |
| 第 7 包 | 北京圣通和科技有限公司     | 北京市西三旗桥南文化园 A15                | 47,065,200 |

| 包号   | 中标供应商名称         | 中标供应商地址                      | 中标金额（元）    |
|------|-----------------|------------------------------|------------|
| 第8包  | 安徽蓝盾光子股份有限公司    | 安徽省铜陵市石城路三佳电子工业园区三厂区         | 45,570,600 |
| 第9包  | 武汉天虹环保产业股份有限公司  | 湖北省武汉市东湖新技术开发区华师园北路11号       | 54,774,000 |
| 第10包 | 青岛吉美来科技有限公司     | 山东省青岛市崂山区科范伟三路2-1号1号楼2楼      | 50,965,200 |
| 第11包 | 河南省鑫属实业有限公司     | 郑州市经济开发区第二十二大街西航海东路北中兴产业园6号楼 | 47,268,000 |
| 第12包 | 厦门隆力德环境技术开发有限公司 | 厦门市思明区软件园二期观日路18号501室        | 50,003,520 |
| 第13包 | 中节能天融科技有限公司     | 北京市海淀区上地三街嘉华大厦E座8层           | 50,652,000 |
| 第14包 | 河南省鑫属实业有限公司     | 郑州市经济开发区第二十二大街西航海东路北中兴产业园6号楼 | 49,113,000 |

数据来源：中国政府采购网，西南证券整理

### 3 央企中节能旗下唯一上市环保公司，积极参与长江大保护、海南生态岛

公司为央企中节能旗下唯一涉足环保的上市公司。中环装备实际控制人为中国节能环保集团，中国节能环保集团有限公司是中央企业中唯一一家以节能环保为主业的产业集团，业务分布在国内30多个省市及境外60多个国家和地区。中国节能下属全资、控股子公司518家，A股上市公司4家——包括A股上市公司中环装备、万润股份、节能风电、太阳能等。而在这些上市公司中，中环装备是中国节能环保集团旗下唯一正式涉足环保产业的上市公司。

表2：2014年至2017年中国节能环保主营业务收入及毛利润构成（单位：亿元）

| 项目            | 2015年         |             | 2016年         |             | 2017年         |             |
|---------------|---------------|-------------|---------------|-------------|---------------|-------------|
|               | 金额            | 占比          | 金额            | 占比          | 金额            | 占比          |
| <b>主营业务收入</b> | <b>463.99</b> | <b>100%</b> | <b>481.93</b> | <b>100%</b> | <b>522.13</b> | <b>100%</b> |
| 清洁能源发电        | 82.13         | 17.70%      | 88.8          | 18.43%      | 126.88        | 24.30%      |
| 环保水务          | 12.15         | 2.62%       | 18.36         | 3.81%       | 24.15         | 4.63%       |
| 工程承包          | 78.84         | 16.99%      | 94.11         | 19.53%      | 114.25        | 21.88%      |
| 贸易            | 135.75        | 29.26%      | 117.81        | 24.45%      | 103.29        | 19.78%      |
| 节能技术服务        | 17.73         | 3.82%       | 9.44          | 1.96%       | 8.08          | 1.55%       |
| 节能环保材料        | 95.12         | 20.50%      | 77.21         | 16.02%      | 12.63         | 2.42%       |
| 节能环保产业园区      | 14.55         | 3.14%       | 29.54         | 6.13%       | 63.75         | 12.21%      |
| 装备制造          | 8.32          | 1.79%       | 13.16         | 2.73%       | 19.01         | 3.64%       |
| 其他            | 19.4          | 4.18%       | 33.5          | 6.95%       | 50.09         | 9.59%       |
| <b>毛利润</b>    | <b>148.02</b> | <b>100%</b> | <b>164.78</b> | <b>100%</b> | <b>181.57</b> | <b>100%</b> |
| 清洁能源发电        | 30.72         | 20.75%      | 28.81         | 17.48%      | 44.84         | 24.70%      |
| 环保水务          | 3.68          | 2.49%       | 5.76          | 3.50%       | 8.07          | 4.44%       |
| 工程承包          | 13.78         | 9.31%       | 13.99         | 8.49%       | 16.13         | 8.88%       |
| 贸易            | 49.78         | 33.63%      | 73.67         | 44.71%      | 78.65         | 43.32%      |
| 节能技术服务        | 7.05          | 4.76%       | 5.53          | 3.36%       | 4.19          | 2.31%       |
| 节能环保材料        | 20.37         | 13.76%      | 11.05         | 6.71%       | 3.28          | 1.81%       |
| 节能环保产业园区      | 5.32          | 3.59%       | 8.65          | 5.25%       | 14.49         | 7.98%       |
| 装备制造          | 1.62          | 1.09%       | 3.77          | 2.29%       | 3.93          | 2.16%       |
| 其他            | 15.7          | 10.61%      | 13.55         | 8.22%       | 7.99          | 4.40%       |

数据来源：公司公告，西南证券整理

9月10日至12日，集团在句容召开长江大保护污染治理主体平台工作推进大会，深入学习贯彻落实习近平生态文明思想，以总书记推动长江经济带发展座谈会讲话和全国生态环境保护大会讲话精神为指引，认真总结集团公司长江大保护污染治理动员大会以来集团公司围绕长江大保护所做的各项工作和取得的成绩，分析存在的问题，并对下一步工作全面部署。集团公司党委书记、董事长刘大山在会上作重要讲话。国家发改委基础司马强副司长到会指导并作政策宣讲。会议针对前期工作中反映出的问题，专门安排16家子公司对各自业务板块进行系统讲解培训，突出专业优势；组织一线人员进行专题讨论、经验交流，并以清单形式对各城市对接负责人、对接内容、工作职责、综合解决方案等进行系统梳理，为实际工作提供操作指南。集团公司主要领导、总部相关部门负责人、长江沿线各级子公司主要负责人和来自一线骨干约200余人参加会议。

图7：中国节能集团长江大保护污染治理主体平台工作推进大会



数据来源：公司网站，西南证券整理

9月14日下午，海南省人民政府与中央企业第二轮战略合作协议签约仪式在北京举行，国务院国资委主任肖亚庆、海南省省长沈晓明出席并讲话。集团公司董事长、党委书记刘大山出席并签署战略合作协议。为全面贯彻落实习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区30周年大会上的重要讲话精神和《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，中国节能与海南省政府将在生态环保节能健康等重点领域开展广泛深入的务实合作，合力推进国家生态文明试验区、国际旅游消费中心建设。根据合作协议，双方将紧密携手进一步建立健全海南省生态文明体系，努力推动海南生态文明建设迈上新台阶，共同谱写“美丽中国海南篇章”。

图 8：海南省、中央企业战略合作签约仪式



数据来源：公司网站，西南证券整理

## 4 收购兆盛环保，环保业务向水务领域延伸

增发收购污水污泥设备专家兆盛环保 99.18% 股权，11 月 8 日获证监会通过。兆盛环保 99.18% 股权作价为 7.14 亿元（发行价 16.43 元/股），上市公司拟向包括中节能集团在内的不超过 5 名符合条件的特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额不超过 4.1 亿元，其中，中节能集团拟以不低于 3 亿元现金认购配套募集资金，承诺不参与询价并接受询价结果。标的公司承诺在 2017-2019 年实现扣非归母净利润 0.56 亿元、0.67 亿元、0.79 亿元。

表 3：定增募集资金用途

| 项目名称             | 拟投资金额（亿元）   |
|------------------|-------------|
| 支付本次交易的现金对价      | 2.15        |
| 支付本次交易的中介费用      | 0.09        |
| 标准化生产基地项目        | 1.21        |
| 工程设计研发及信息化管理中心项目 | 0.50        |
| 现有生产设施的技改项目      | 0.15        |
| <b>合计</b>        | <b>4.10</b> |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**政策红利持续加码，污水处理产业战略地位稳固。**近年来，随着我国城镇化、工业化进程的持续推进及居民环保意识的不断增强，生活污水、工业废水的排放标准持续提升，污水处理产业快速成长。根据国家发改委、住建部发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，“十三五”期间全国城镇污水处理及再生利用设施建设预计投资 5644 亿元，相比“十二五”投资额增长 31.26%。“十三五”以来，一系列环保政策陆续出台及实

施, 污水处理行业将迎来由“规模增长”向“提质增效”转变、由“重水轻泥”向“泥水并重”转变、由“污水处理”向“再生利用”转变的全面升级。同时, 国企改革、PPP 模式和第三方运营的推进将进一步激活污水处理行业投资。污水处理主要分为工业废水处理和生活污水处理两大类, 近年来污水排放总量持续增长, 污水处理规模及处理效率实现双提升。在城镇化和工业化驱动、政府政策强力引导、居民环保意识及环保需求日益增强的背景下, 污水处理行业发展空间巨大, 中环装备这样具有实力的公司拥有脱颖而出的巨大机会。

**进一步完善上市公司业务布局, 丰富环保产品类型。**兆盛环保符合上市公司环保装备制造平台的发展定位和要求, 满足上市公司布局污水处理装备的战略, 有利于上市公司进一步拓展污水(泥)处理环保非标设备业务, 丰富环保装备产品类型, 提升上市公司主业发展体量及质量。兆盛环保主营业务中非标产品占比超过 80%, 能够适应不同水处理场景的需求, 为各种业主、建设、运营企业提供污水处理设备。本次交易完成后, 兆盛环保的污水处理环保设备业务将对上市公司的主营业务形成良性补充, 有助于进一步完善上市公司环保装备制造业务布局, 实现并巩固其污水处理设备领域优势地位, 同时对上市公司的环境监测等现有环保装备业务形成有效支持和补充, 有利于上市公司构建城市、乡村、河道流域水环境治理的多层次产业链布局, 进一步提升水环境治理专业化水平, 并为其环保装备业务的整合及产业链延伸提供支持。

**发挥协同效应, 做大做强节能环保装备主业。**上市公司完成收购兆盛环保 100% 股权后, 将成为国内领先的污水处理非标设备提供商, 可充分发挥双方产业链延伸、优势互补的协同效应, 积极扩大各自的业务客户覆盖, 有利于提高整体经营资源利用效率。兆盛环保从事的污水处理、垃圾渗滤液处置等非标环保设备生产业务, 与上市公司已建立的以水为核心的智能监测分析业务、第三方监测业务体系以及拟开展的小型水处理装备、小型城镇垃圾处理装备等业务存在共同的客户群体基础, 上市公司通过本次交易将整合双方的客户资源, 共同开发客户, 在市场开拓、客户资源共享等方面充分发挥协同效应, 形成集团作战, 争取更为广阔、优质的市场资源, 有效提升上市公司综合竞争力。

## 5 盈利预测与投资建议

### 关键假设:

假设 1: 根据公司大气污染减排下游需求情况, 预计 2018-2020 年公司大气污染设备销量的增速分别为-20%、0%、0%。

假设 2: 根据公司环境能效监控与大数据业务订单以及下游需求情况, 预计 2018-2020 年公司环境能效监控与大数据设备销量的增速分别为 15%、15%、15%。

假设 3: 根据公司环保装备业务订单以及下游需求情况, 预计 2018-2020 年公司环保装备销量的增速分别为 5%、20%、20%。

假设 4: 假设兆盛环保 2019 年起并表, 根据在手订单情况, 能顺利完成 2017-2019 年业绩承诺 0.56/0.67/0.79 亿元。2019 年增发收购兆盛环保完成, 总股本增加。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 4：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元           |     | 2017A    | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|------------------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 大气污染减排           | 收入  | 785.65   | 628.52   | 628.52   | 628.52   |
|                  | 增速  | 10.38%   | -20.00%  | 0.00%    | 0.00%    |
|                  | 毛利率 | 14.68%   | 14.68%   | 14.68%   | 14.68%   |
| 环境能效监控<br>与大数据业务 | 收入  | 303.67   | 349.22   | 401.60   | 461.84   |
|                  | 增速  | 1.15%    | 15.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
|                  | 毛利率 | 39.10%   | 39.10%   | 39.10%   | 39.10%   |
| 环保装备业务           | 收入  | 365.62   | 383.90   | 460.68   | 552.81   |
|                  | 增速  |          | 5.00%    | 20.00%   | 20.00%   |
|                  | 毛利率 | 10.08%   | 10.08%   | 10.08%   | 10.08%   |
| 电工装备业务           | 收入  | 238.61   | 250.54   | 263.07   | 276.22   |
|                  | 增速  | -4.08%   | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
|                  | 毛利率 | 32.31%   | 32.31%   | 32.31%   | 32.31%   |
| 污水废水业务<br>(兆盛环保) | 收入  |          |          | 480.00   | 576.00   |
|                  | 增速  |          |          |          | 20.00%   |
|                  | 毛利率 |          |          | 35.00%   | 35.00%   |
| 其他               | 收入  | 207.87   | 207.87   | 207.87   | 207.87   |
|                  | 增速  | 277.70%  | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
|                  | 毛利率 | 21.95%   | 21.95%   | 21.95%   | 21.95%   |
| 合计               | 收入  | 1,901.42 | 1,436.15 | 1,981.07 | 2,150.46 |
|                  | 增速  | 44.51%   | -24.47%  | 37.94%   | 8.55%    |
|                  | 毛利率 | 20.70%   | 24.75%   | 27.66%   | 28.34%   |

数据来源：公司公告，西南证券

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.25 元、0.53 元、0.62 元；公司环境监测业务推进顺利，维持“增持”评级。

## 6 风险提示

竞争加剧风险，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，资金注入不如预期等。

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |         |         |         |         | 现金流量表 (百万元)       |         |         |         |        |
|---------------|---------|---------|---------|---------|-------------------|---------|---------|---------|--------|
|               | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |                   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E  |
| 营业收入          | 1901.42 | 1436.15 | 1981.07 | 2150.46 | 净利润               | 73.60   | 83.48   | 176.27  | 208.44 |
| 营业成本          | 1507.75 | 1080.74 | 1433.12 | 1541.11 | 折旧与摊销             | 65.35   | 48.27   | 50.48   | 54.83  |
| 营业税金及附加       | 13.75   | 10.39   | 14.33   | 15.55   | 财务费用              | 38.41   | 0.00    | 0.00    | 0.00   |
| 销售费用          | 70.18   | 71.81   | 99.05   | 107.52  | 资产减值损失            | 46.49   | 34.00   | 25.00   | 20.00  |
| 管理费用          | 150.32  | 143.62  | 198.11  | 215.05  | 经营营运资本变动          | -232.21 | 274.70  | -298.41 | -92.52 |
| 财务费用          | 38.41   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | -60.77  | -39.00  | -30.00  | -25.00 |
| 资产减值损失        | 46.49   | 34.00   | 25.00   | 20.00   | <b>经营活动现金流净额</b>  | -69.12  | 401.45  | -76.66  | 165.74 |
| 投资收益          | -4.31   | 5.00    | 5.00    | 5.00    | 资本支出              | -101.92 | -5.51   | -32.27  | -61.10 |
| 公允价值变动损益      | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | -23.69  | 5.00    | 5.00    | 5.00   |
| 其他经营损益        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>  | -125.61 | -0.51   | -27.27  | -56.10 |
| <b>营业利润</b>   | 89.20   | 100.60  | 216.45  | 256.22  | 短期借款              | 179.00  | -405.82 | -114.18 | 0.00   |
| 其他非经营损益       | 3.02    | 3.00    | 3.00    | 3.00    | 长期借款              | -25.00  | 10.00   | 10.00   | 10.00  |
| <b>利润总额</b>   | 92.22   | 103.60  | 219.45  | 259.22  | 股权融资              | 0.58    | 0.00    | 914.00  | 0.00   |
| 所得税           | 18.62   | 20.12   | 43.18   | 50.78   | 支付股利              | 0.00    | -26.59  | -30.16  | -63.69 |
| 净利润           | 73.60   | 83.48   | 176.27  | 208.44  | 其他                | -71.08  | -72.90  | 0.00    | 0.00   |
| 少数股东损益        | -2.38   | -2.70   | -5.69   | -6.73   | <b>筹资活动现金流净额</b>  | 83.51   | -495.32 | 779.66  | -53.69 |
| 归属母公司股东净利润    | 75.98   | 86.18   | 181.97  | 215.17  | <b>现金流量净额</b>     | -111.43 | -94.38  | 675.73  | 55.96  |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |        |
| 资产负债表 (百万元)   |         |         |         |         | 财务分析指标            |         |         |         |        |
|               | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |                   | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E  |
| 货币资金          | 237.99  | 143.62  | 819.35  | 875.31  | <b>成长能力</b>       |         |         |         |        |
| 应收和预付款项       | 1729.86 | 1291.08 | 1765.56 | 1912.65 | 销售收入增长率           | 44.51%  | -24.47% | 37.94%  | 8.55%  |
| 存货            | 841.80  | 603.25  | 800.11  | 860.44  | 营业利润增长率           | -12.42% | 12.78%  | 115.16% | 18.37% |
| 其他流动资产        | 10.93   | 8.25    | 11.38   | 12.36   | 净利润增长率            | -26.92% | 13.43%  | 111.15% | 18.25% |
| 长期股权投资        | 40.63   | 40.63   | 40.63   | 40.63   | EBITDA 增长率        | 10.78%  | -22.85% | 79.30%  | 16.53% |
| 投资性房地产        | 7.97    | 7.97    | 7.97    | 7.97    | <b>获利能力</b>       |         |         |         |        |
| 固定资产和在建工程     | 556.53  | 533.79  | 530.68  | 545.14  | 毛利率               | 20.70%  | 24.75%  | 27.66%  | 28.34% |
| 无形资产和开发支出     | 168.00  | 148.04  | 133.00  | 124.88  | 三费率               | 13.62%  | 15.00%  | 15.00%  | 15.00% |
| 其他非流动资产       | 54.92   | 54.86   | 54.79   | 54.73   | 净利率               | 3.87%   | 5.81%   | 8.90%   | 9.69%  |
| <b>资产总计</b>   | 3648.62 | 2831.49 | 4163.48 | 4434.10 | ROE               | 4.89%   | 5.41%   | 6.77%   | 7.58%  |
| 短期借款          | 520.00  | 114.18  | 0.00    | 0.00    | ROA               | 2.02%   | 2.95%   | 4.23%   | 4.70%  |
| 应付和预收款项       | 1348.56 | 985.56  | 1326.72 | 1431.89 | ROIC              | 5.75%   | 4.56%   | 9.87%   | 10.37% |
| 长期借款          | 30.00   | 40.00   | 50.00   | 60.00   | EBITDA/销售收入       | 10.15%  | 10.37%  | 13.47%  | 14.46% |
| 其他负债          | 244.87  | 148.19  | 183.10  | 193.80  | <b>营运能力</b>       |         |         |         |        |
| <b>负债合计</b>   | 2143.44 | 1287.93 | 1559.82 | 1685.68 | 总资产周转率            | 0.56    | 0.44    | 0.57    | 0.50   |
| 股本            | 345.15  | 345.15  | 423.34  | 423.34  | 固定资产周转率           | 4.67    | 3.54    | 4.69    | 4.57   |
| 资本公积          | 498.74  | 498.74  | 1334.55 | 1334.55 | 应收账款周转率           | 1.87    | 1.38    | 1.86    | 1.67   |
| 留存收益          | 463.62  | 523.21  | 675.01  | 826.49  | 存货周转率             | 1.77    | 1.49    | 2.04    | 1.86   |
| 归属母公司股东权益     | 1326.03 | 1367.10 | 2432.90 | 2584.39 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 63.70%  | —       | —       | —      |
| 少数股东权益        | 179.15  | 176.45  | 170.76  | 164.03  | <b>资本结构</b>       |         |         |         |        |
| <b>股东权益合计</b> | 1505.18 | 1543.55 | 2603.66 | 2748.41 | 资产负债率             | 58.75%  | 45.49%  | 37.46%  | 38.02% |
| 负债和股东权益合计     | 3648.62 | 2831.49 | 4163.48 | 4434.10 | 带息债务/总负债          | 25.66%  | 11.97%  | 3.21%   | 3.56%  |
|               |         |         |         |         | 流动比率              | 1.36    | 1.70    | 2.31    | 2.31   |
|               |         |         |         |         | 速动比率              | 0.95    | 1.20    | 1.77    | 1.77   |
|               |         |         |         |         | 股利支付率             | 0.00%   | 30.86%  | 16.58%  | 29.60% |
|               |         |         |         |         | <b>每股指标</b>       |         |         |         |        |
|               |         |         |         |         | 每股收益              | 0.22    | 0.25    | 0.53    | 0.62   |
|               |         |         |         |         | 每股净资产             | 4.36    | 4.47    | 7.54    | 7.96   |
|               |         |         |         |         | 每股经营现金            | -0.20   | 1.16    | -0.22   | 0.48   |
|               |         |         |         |         | 每股股利              | 0.00    | 0.08    | 0.09    | 0.18   |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |        |
| 业绩和估值指标       |         |         |         |         |                   |         |         |         |        |
| EBITDA        | 192.97  | 148.87  | 266.93  | 311.05  |                   |         |         |         |        |
| PE            | 39.07   | 34.44   | 16.31   | 13.80   |                   |         |         |         |        |
| PB            | 1.97    | 1.92    | 1.14    | 1.08    |                   |         |         |         |        |
| PS            | 1.56    | 2.07    | 1.50    | 1.38    |                   |         |         |         |        |
| EV/EBITDA     | 16.88   | 19.48   | 10.46   | 8.83    |                   |         |         |         |        |
| 股息率           | 0.00%   | 0.90%   | 1.02%   | 2.15%   |                   |         |         |         |        |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |                                          |
|------|------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名     | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 黄丽娟    | 地区销售副总监 | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅    | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 汪文沁    | 高级销售经理  | 021-68415380  | 15201796002 | wwq@swsc.com.cn      |
|    | 王慧芳    | 高级销售经理  | 021-68415861  | 17321300873 | whf@swsc.com.cn      |
|    | 涂诗佳    | 销售经理    | 021-68415296  | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽    | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 路剑     | 高级销售经理  | 010-57758566  | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn   |
|    | 刘致莹    | 销售经理    | 010-57758619  | 17710335169 | liuzy@swsc.com.cn    |
| 广深 | 王湘杰    | 销售经理    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 余燕伶    | 销售经理    | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn      |
|    | 花洁     | 销售经理    | 0755-26673231 | 18620838809 | huaj@swsc.com.cn     |
|    | 陈霄（广州） | 销售经理    | 15521010968   | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |