

中电环保 (300172) \公用事业

——业绩实现平稳增长，固废业务增长较快

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：**6.31元**

事件：

发布18年年报及19年一季度报。18年实现营收7.98亿元，同比增长17.33%，归母净利润1.22亿元，同比增长3.46%；19年一季度营收1.41亿元，同比增长2.51%，归母净利润0.15亿元，同比增长4.40%。

投资要点：

➤ 水固业务增长较好，激励摊销影响利润

公司18年营收增速重回双位数轨道，主营业务中水务及固废增长较好，水务业务营收同比增长21.29%至4.93亿元，固废处理业务营收同比增长33.17%至2.21亿元，烟气治理业务受电力烟气治理市场周期影响有所下滑，同比减少25.80%。19年一季度营收比较平稳。

公司18年实施限制性股票激励，18年当年确认摊销费用1534.58万元，19年一季度确认摊销费用633.71万元，若不计摊销费用，则公司18年归母净利润同比增长16.45%，19年一季度则同比增长42.91%。

➤ 综合毛利率有所提升，管理费用增加影响盈利水平

18年综合毛利率33.46%，同比提升2.53pct，其中水务业务毛利率同比提升4.32pct至32.81%，特别是工业水处理业务毛利率提升显著，烟气治理业务也同比提升9.80pct至27.84%，固废业务毛利率则同比降低6.63pct至33.46%。费用方面，公司销售费用率控制较好同比略有下滑，由于公司18年实施限制性股票激励，18年当年确认摊销费用1534.58万元，且公司研发投入增大，研发费用3639万元，同比上升20%，使得公司管理费用率同比提升2.6pct至16.9%，财务费用也有所上升。由于费用率提升，公司18年净利率下滑2.36pct至15.79%，19年一季度净利率11.05%与上年同期基本持平。

➤ 污泥耦合发电领军者，持续进行市场拓展

公司18年7个项目入选两部委发布的燃煤耦合生物质发电技改试点建设名单，占居污泥类项目数量的25%，全国第一。18年新增布局温州（苍南）、曹妃甸2个处理基地，目前已在全国范围内合作投资、建设、运营近20个燃煤耦合污泥发电基地，年处理规模超过100余万吨，正在跟踪开发的项目全部投建后，年处理规模有望达到200万吨，截至19年3月底在手尚未确认收入的固废合同21.75亿元，为耦合发电行业领军者。同时公司拟与武汉亚太瑞成共同出资设立武汉中电环保有限公司，注册资本2000万元人民币（公司占51%），充分公司的技术优势及项目经营，合作团队湖北等中部地区的市场资源优势，拓展污泥耦合处理业务，有望进一步提升市占率。同时公司目前多个污泥耦合发电项目已进入试运行或生产阶段，有望逐渐给公司

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	522/347
流通A股市值（百万元）	2,208
每股净资产（元）	2.46
资产负债率（%）	41.23
一年内最高/最低（元）	7.48/4.85

一年内股价相对走势



冯瑞齐 分析师

执业证书编号：S0590518070003

电话：0510-85609581

邮箱：fengrq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《中电环保（300172）\公用事业行业》
 《大工业水处理优势公司，污泥耦合发电领军者》

来持续增长的业绩贡献及经营性现金流入。

➤ **维持“推荐”评级**

公司目前形成水务、固废、烟气治理及产业创新平台的“3+1”发展格局，污泥耦合发电业务持续增长，工业废水零排放、分布式污水处理等业务前景广阔，同时18年实施了限制性股票激励计划，激发中高层管理人员及核心骨干员工的工作积极性，预计公司19-21年归母净利润分别为1.53亿、1.85及2.25亿元，对应PE分别为22倍、18倍及15倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

毛利率下滑；市场拓展不及预期；项目推进不及预期；政策性风险

财务数据和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	680.45	798.40	986.00	1208.00	1442.00
增长率（%）	4.97%	17.33%	23.50%	22.52%	19.37%
EBITDA（百万元）	159.94	172.52	214.42	281.68	358.28
净利润（百万元）	118.16	122.25	153.20	184.82	225.16
增长率（%）	8.36%	3.46%	25.31%	20.64%	21.83%
EPS（元/股）	0.23	0.23	0.29	0.35	0.43
市盈率（P/E）	28.20	27.25	21.75	18.03	14.80
市净率（P/B）	2.77	2.53	2.30	2.07	1.84
EV/EBITDA	21.91	20.89	17.59	14.02	11.75

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	102.14	129.22	147.90	181.20	216.30	营业收入	680.45	798.40	986.00	1208.0	1442.0
应收账款+票据	511.01	539.17	612.71	798.52	886.07	营业成本	470.69	531.24	649.58	789.43	936.15
预付账款	38.41	40.04	36.38	26.77	48.12	营业税金及附加	5.19	6.42	7.93	9.72	11.60
存货	233.75	188.21	292.96	158.15	376.79	营业费用	17.74	20.23	23.66	28.99	34.61
其他	442.47	456.93	400.00	400.00	400.00	管理费用	77.86	72.74	133.11	148.58	167.27
流动资产合计	1327.79	1353.58	1489.9	1564.6	1927.2	财务费用	1.56	5.38	4.30	6.91	8.33
长期股权投资	4.13	5.01	6.01	8.01	11.01	资产减值损失	7.02	21.89	18.00	30.00	36.00
固定资产	106.10	130.84	141.34	138.34	127.84	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	340.52	407.60	407.60	407.60	407.60	投资净收益	0.44	0.88	2.20	3.40	4.40
无形资产	65.65	274.93	610.93	932.93	1240.9	其他	4.63	-27.89	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	174.24	135.81	145.19	145.19	145.19	营业利润	105.45	113.47	151.62	197.77	252.44
非流动资产合计	690.64	954.19	1311.0	1632.0	1932.5	营业外净收益	38.09	29.44	33.00	30.00	25.00
资产总计	2018.42	2307.77	2801.0	3196.7	3859.8	利润总额	143.55	142.91	184.62	227.77	277.44
短期借款	37.87	37.37	86.13	156.63	304.10	所得税	20.04	16.87	23.71	33.66	40.96
应付账款+票据	408.12	455.37	635.75	690.28	882.20	净利润	123.51	126.04	160.90	194.11	236.48
其他	97.03	194.81	216.31	215.12	229.63	少数股东损益	5.35	3.79	7.71	9.30	11.33
流动负债合计	543.02	687.55	938.19	1062.0	1415.9	归属于母公司净	118.16	122.25	153.20	184.82	225.16
长期带息负债	190.00	188.00	288.00	388.00	488.00	主要财务比率					
长期应付款	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他	42.18	59.39	59.95	60.45	60.95	成长能力					
非流动负债合计	232.41	247.62	348.18	448.68	549.18	营业收入	4.97%	17.33	23.50	22.52	19.37
负债合计	775.42	935.17	1286.3	1510.7	1965.1	EBIT	14.62	2.10%	34.60	26.02	24.37
少数股东权益	41.97	57.28	64.99	74.28	85.61	EBITDA	15.59	7.87%	24.28	31.37	27.19
股本	507.00	522.20	522.20	522.20	522.20	归属于母公司净	8.08%	3.46%	25.31	20.64	21.83
资本公积	121.61	123.80	123.80	123.80	123.80	获利能力					
留存收益	572.42	669.32	803.65	965.70	1163.1	毛利率	30.83	33.46	34.12	34.65	35.08
股东权益合计	1243.00	1372.60	1514.6	1685.9	1894.7	净利率	18.15	15.79	16.32	16.07	16.40
负债和股东权益总	2018.42	2307.77	2801.0	3196.7	3859.8	ROE	9.84%	9.29%	10.57	11.47	12.45
						ROIC	9.98%	8.34%	9.11%	9.96%	10.96
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债	38.42	40.52	45.93	47.26	50.91
净利润	107.20	103.91	129.99	165.21	210.83	流动比率	2.45	1.97	1.59	1.47	1.36
折旧摊销	15.19	24.74	15.50	31.00	46.50	速动比率	1.20	1.03	0.85	0.95	0.81
财务费用	2.40	6.90	14.30	22.91	34.33	营运能力					
存货减少	-6.77	45.53	-104.74	134.81	-218.65	应收账款周转率	1.39	1.55	1.70	1.59	1.72
营运资金变动	24.20	-87.89	188.93	-122.86	97.52	存货周转率	2.01	2.82	2.22	4.99	2.48
其它	5.44	-40.69	9.19	30.50	36.50	总资产周转率	0.34	0.35	0.35	0.38	0.37
经营活动现金流	147.67	52.50	253.18	261.58	207.04	每股指标(元)					
资本支出	267.60	66.09	380.00	380.00	380.00	每股收益	0.23	0.23	0.29	0.35	0.43
长期投资	1838.8	1488.6	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.28	0.10	0.48	0.50	0.40
其他	1668.7	1509.0	29.91	26.90	22.65	每股净资产	2.30	2.52	2.78	3.09	3.46
投资活动现金流	-437.71	-45.69	-350.09	-353.10	-357.35	估值比率					
债权融资	184.87	-10.50	148.76	170.50	247.47	市盈率	28.20	27.25	21.75	18.03	14.80
股权融资	2.48	59.57	0.00	0.00	0.00	市净率	2.77	2.53	2.30	2.07	1.84
其他	-27.67	-31.79	-33.17	-45.68	-62.07	EV/EBITDA	21.91	20.89	17.59	14.02	11.75
筹资活动现金流	159.67	17.28	115.59	124.82	185.41	EV/EBIT	24.21	24.39	18.96	15.76	13.50
现金净增加额	-130.37	24.09	18.68	33.30	35.10						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810