

信义山证汇通天下

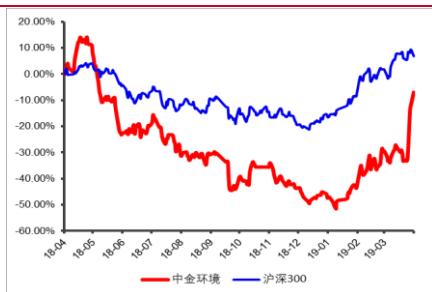
证券研究报告

水处理

报告原因：年报点评

2019年4月23日

公司近一年市场表现



市场数据：2019年4月22日

收盘价(元):	5.72
流通A股/总股本(亿):	14.79/19.23
流通A股市值(亿):	84.60
总市值(亿):	110

基础数据：2018年12月31日

基本每股收益	0.22
每股净资产：	2.50
净资产收益率：	8.96%

分析师：张婉殊

执业证书编号：S0760518110002

Tel: 010-83496305

Email: zhangwanshu@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

中金环境(300145.SZ)

环保治理板块增长迅速，国资入股期待重整启航

首次覆盖

增持

公司研究/点评报告

事件描述

- 公司发布2018年年度报告，2018年公司实现营业收入43.63亿元，同比下降14.36%，归属于上市公司股东净利润4.30亿元，同比下降27.17%，扣除非经常性损益净利润4.24亿元，同比下降25.90%。

事件点评

- 制造业增速仍可观，咨询设计与治理板块增速喜人。报告期内，公司制造业板块实现营收27.07亿元，同比增长15.49%，虽然同比下降12.84pct，但相比2015/2016年增速仍高出7.94/7.55pct。公司环保咨询设计与治理板块实现营业收入12.89亿元，同比增长94.16%，增速较2017年下降70.33pct；其中工程业务贡献了6.55亿元收入，同比增长628.52%。受公司出售金山环保100%股权影响，污水污泥板块仅保留了部分处理项目，2018年实现营收0.42亿元，同比下降94.76%。公司于2017年12月收购金泰莱100%股权（2018年1月起纳入合并范围），进入危废处置领域。金泰莱全年累计处置各类危险废物11.87万吨，实现营收3.24亿元，扣非净利润1.4亿元，同比增长近20%。
- 四季度营收同比略有下降，毛利率有所下滑。2018年四季度，公司实现营业收入12.37亿元，同比下降0.40%，但环比仍有20.10%的增长。公司四季度毛利率为37.51%，同比下降7.18pct，环比下降2.88pct。
- 各板块毛利率均下滑，管理费用率有所下降。1) 2018年，除危废外，公司各业务板块毛利率均出现了下滑。其中，制造业板块毛利率为38.71%，同比下降2.49pct，主要受到原材料价格上升影响；污水污泥板块毛利率为29.59%，同比下降19.25pct，主要受到剥离金山环保原有业务影响；环保咨询设计与治理板块毛利率为33.18%，同比下降18.66pct，主要因为工程收入占比提高，拉低该板块整体毛利率；危废业务为新并表领域，全年实现毛利率59.96%。2) 公司销售费用率和财务费用率较为平稳，分别为9.37%/2.80%，分别同比上升0.86/0.59pct。公司管理费用率为7.40%，同比下降4.50pct。
- 资产减值损失&股权投资损失拖累业绩。2018年，公司对包括商誉、BOT资产、应收账款、其他应收款合计计提了资产减值准备约0.98亿元；同时，因出售金山环保100%股权，确认股权投资损失约0.12亿元。



以上两项合计 1.1 亿元，拖累公司业绩。

- **2019 一季度业绩同比下降。**公司发布 2019 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 0.73-0.98 亿元，同比下降 40%-20%，主要受到今年工程板块开工较晚，结算周期延后的影响。同时，公司污水污泥板块资产增加，折旧/摊销金额增加降低归母净利润。
- **国资入股期待重整启航。**2018 年沈金浩先生与无锡市政达成战略合作，将其持有的 1.28 亿股转让给无锡市政，同时将其持有的 12.13% 的表决权委托无锡市政行使。此外，沈金浩先生及沈洁泳先生将合计持有的公司 10% 的股份与无锡市政形成一致行动安排，无锡市政在公司股东大会上的表决权影响力扩大至公司总股本的 28.78%，成为公司新的控股股东。我们认为，无锡市政的环保、水务和市政板块业务与上市公司具有较强的关联度，有助于上市公司拓展原有制造、咨询、设计、工程板块业务；同时，无锡市政作为国有独资公司，在上市公司融资方面可以带来更有力的支持。

投资建议

- 我们认为，公司制造业、咨询、设计板块具有良好的现金流，可以为公司环保工程业务的拓展提供支持；国资入股有利于公司未来的融资安排和工程类订单的拓展，经历重整之后，公司有望重新起航。我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.29\0.33\0.37 元，对应公司 4 月 22 日收盘价 5.72 元，19-21 年 PE 分别为 20.03\17.56\15.65，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

- 政策推进不及预期；项目进度不及预期；行业竞争愈发激烈，利润率下降；债务及融资风险；系统性风险。



资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,378	6,527	9,594	11,398	营业收入	4,363	4,995	5,757	6,452
现金	814	3,927	6,765	8,477	营业成本	2,680	3,049	3,530	4,022
应收账款	1,302	1,491	1,829	1,967	营业税金及附加	45	52	60	67
其他应收款	0	0	111	41	销售费用	409	457	519	592
预付账款	50	54	65	72	管理费用	323	492	559	580
存货	654	744	861	981	财务费用	122	186	261	300
其他流动资产	558	311	(37)	(141)	资产减值损失	98	86	60	30
非流动资产	6,504	6,048	5,550	4,707	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	2	2	3	投资净收益	(8)	0	0	0
固定资产	1,127	994	860	726	营业利润	537	673	768	861
无形资产	1,907	1,880	1,853	1,826	营业外收入	4	4	4	4
其他非流动资产	3,465	3,172	2,835	2,151	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	9,883	12,575	15,144	16,104	利润总额	537	673	768	861
流动负债	3,783	3,781	4,668	4,069	所得税	88	101	115	129
短期借款	1,137	1,126	1,104	1,076	净利润	448	572	653	732
应付账款	1,196	1,360	1,575	1,794	少数股东损益	18	23	26	29
其他流动负债	1,450	1,295	1,989	1,199	归属母公司净利润	430	549	626	703
非流动负债	1,191	3,216	4,245	5,072	EBITDA	925	1,020	1,189	1,321
长期借款	1,136	3,136	4,136	4,936	EPS (元)	0.22	0.29	0.33	0.37
其他非流动负债	55	80	109	136					
负债合计	4,974	6,997	8,913	9,142					
少数股东权益	108	131	157	187					
股本	1,923	1,923	1,923	1,923					
资本公积	750	750	750	750					
留存收益	2,225	2,774	3,400	4,103					
归属母公司股东权	4,801	5,447	6,073	6,776					
负债和股东权益	9,883	12,575	15,144	16,104					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	682	1,278	2,182	1,274	成长能力				
净利润	448	549	626	703	营业收入	14.36%	14.50%	15.24%	12.08%
折旧摊销	128	161	161	160	营业利润	-25.61%	25.44%	14.06%	12.20%
财务费用	117	186	261	300	归属于母公司净利润	-27.17%	27.64%	14.06%	12.20%
投资损失	8	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	2,110	273	1,049	52	毛利率(%)	38.56%	38.96%	38.67%	37.66%
其他经营现金	(2,129)	109	86	59	净利率(%)	9.86%	10.99%	10.88%	10.89%
投资活动现金流	(1,046)	2	0	(1)	ROE(%)	9.13%	10.26%	10.47%	10.51%
资本支出	0	0	0	0	ROIC(%)	14.59%	11.47%	11.35%	13.97%
长期投资	(5)	2	0	(1)	偿债能力				
其他投资现金	(1,041)	0	0	0	资产负债率(%)	50.33%	55.64%	58.86%	56.77%
筹资活动现金流	135	1,803	717	472	净负债比率(%)	53.87%	-28.55%	-70.57%	-74.26%
短期借款	146	(11)	(22)	(28)	流动比率	0.89	1.73	2.06	2.80
长期借款	580	2,000	1,000	800	速动比率	0.72	1.53	1.87	2.56
普通股增加	721	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	(788)	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.44	0.42	0.41
其他筹资现金	(524)	(186)	(261)	(300)	应收账款周转率	4.04	3.58	3.59	3.54
现金净增加额	(230)	3,084	2,900	1,745	应付账款周转率	4.79	3.91	3.92	3.83

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。