

2019年05月29日

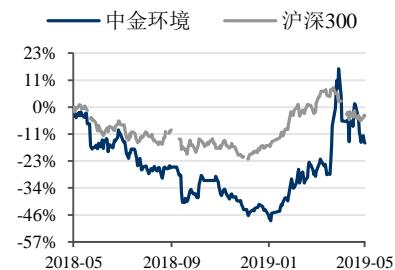
证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.87
一年最低/最高价	2.96/7.00
市净率(倍)	1.92
流通 A 股市值(百万元)	7202.92

基础数据

每股净资产(元)	2.54
资产负债率(%)	49.06
总股本(百万股)	1923.44
流通 A 股(百万股)	1479.04

相关研究

1、《中金环境 (300145): 环保危废发力, 业绩符合预期》

2019-04-24

2、《中金环境 (300145): 中金环境: 业务结构运营化, 现金流显著改善》2018-08-18

3、《中金环境 (300145): 现金流业务带动的可比增长是多少?》2018-07-08

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,363	4,659	5,380	6,520
同比 (%)	14.4%	6.8%	15.5%	21.2%
归母净利润 (百万元)	430	621	713	858
同比 (%)	-27.2%	44.3%	14.8%	20.4%
每股收益 (元/股)	0.22	0.32	0.37	0.45
P/E (倍)	21.77	15.09	13.14	10.91

投资要点

- **事件:** 子公司金泰莱拟投资 1.8 亿元, 建设 10 万吨/年生产工艺设备提升改造项目 (投资额 1.1 亿元), 以及 20 吨/年含铂族金属废催化剂项目 (投资额 0.7 亿元)。废催化剂项目预计将于 2019 年年底正式投产, 目前已完成首批 10 吨物料试运行, 精炼纯铂族金属产品共 20kg。
- **生产工艺设备提升改造降低成本, 提高市场竞争力。** 金泰莱原对危废处置后产生的尾渣以危废形式委托给下游水泥窑企业综合处置, 处置成本约 1000 元/吨, 提升改造后, 可将原处理产生的尾渣作为一般固废玻璃体尾渣用于建材添加剂销售, 有效降低生产成本, 提升市场竞争力。
- **牵手全球铂生产龙头, 助力危废板块发展。** 金泰莱与英美资源集团达成合作意向, 开展含铂族金属废催化剂的处理及相关产品销售。英美资源集团 18 年铂产量为 68.1 吨, 占全球矿产精炼年产量的 39.5%。18 年我国铂需求量为 49.9 吨, 占全球总需求的 23.9%, 而我国已查明的铂族金属储量仅占全球储量的 0.5% 左右, 国内铂族金属的供应 99% 以上依赖于进口及二次回收。随着我国成为贵金属工业应用的第一大国, 以及氢能源燃料汽车技术的迅速推广, 国内铂族等贵金属资源的需求将持续上升, 未来铂族金属市场空间广阔。技改项目将有助于金泰莱与世界领先企业建立合作, 打造一个可持续、高效率及强竞争力的含铂族金属循环产业链, 提高公司行业知名度, 助力危废板块未来发展。
- **废催化剂处置规模 1.1 万吨/年, 增厚未来业绩。** 金泰莱拥有 19 个大类 253 个小类的危废资质, 核定处置规模 18 万吨/年, 其中废催化剂处置规模 1.1 万吨/年。投建含铂族金属废催化剂项目后, 可回收处置铂、钯、铑等铂族金属, 处置规模达 20 吨/年, 项目预计将于 19 年年底正式投产, 目前首单物料已试运行成功。目前铂、钯、铑的现货价格分别为 186 元/克、334 元/克、746.5 元/克, 按此价格测算, 本批纯铂族金属产品总价值约为 665 万元。以上述铂、钯、铑的现货价格及处理比例测算, 预计 20 吨/年的含铂族金属废催化剂项目未来可带来 66.5 亿元/年的增量营收, 贡献净利润约 1.9 亿元。公司作为国内唯一与英美资源建立长期合作关系的铂族金属废料综合利用企业, 有利于借助合作伙伴的强大技术优势增厚经营业绩。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.32、0.37、0.45 元, 对应 PE 为 15、13、11 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目回款风险, 业务拓展不及预期, 订单进度不如预期

事件：

子公司金泰莱拟投资 1.8 亿元，建设 10 万吨/年生产工艺设备提升改造项目（投资额 1.1 亿元），及 20 吨/年含铂族金属废催化剂项目（投资额 0.7 亿元）。废催化剂项目预计将于 2019 年年底正式投产，目前已完成首批 10 吨物料试运行，精炼纯铂族金属产品共 20kg。

点评：

生产工艺设备提升改造降低成本，提高市场竞争力。金泰莱原对危废处置后产生的尾渣以危废形式委托下游水泥窑企业综合处置，处置成本约 1000 元/吨，实行生产工艺提升改造后，可将公司原有危废处理技术尾端产生的尾渣作为一般固废玻璃体尾渣，该项目年处理规模为 10 万吨/年，处理生成的玻璃体产品可用于建材添加剂销售，有效降低生产成本，进一步实现危废减量化、无害化和资源化，从而提升其市场竞争力。

投建含铂族金属资源再生利用技改项目，危废发展可期。全资子公司金泰莱的危废资质已从 17 年末的 18 个大类增至 18 年末的 19 个大类 253 个小类，核定危废总处置规模 18 万吨/年，其中废催化剂处置能力达到 1.1 万吨/年，18 年累计处置危废 11.9 万吨，是现有产能 18 万吨/年的 66%。随着环保督察趋严，付费机制不断理顺，危废处置需求将进一步扩大，公司已在河北进行水泥窑协同处置合作试点，规划产能达到 10 万吨/年。另外，子公司金泰莱拟投资 1.8 亿元用于生产工艺设备提升改造及含铂族金属废催化剂资源综合利用项目。新增含铂族金属废催化剂资源综合利用项目后，可回收处置铂、钯、铑、钌、铱等铂族金属，处置规模达 20 吨/年，为公司创造新的利润增长点。目前该项目正在快速推进建设中，预计将于 2019 年年底正式建成投产。

牵手全球铂生产龙头，助力危废板块发展。金泰莱与英美资源集团达成合作意向，开展含铂族金属废催化剂的处理，实现含铂族金属的提炼及相关产品的销售。英美资源集团是全球领先的铂族金属原矿生产商，据其公司年报，2018 年公司铂金属原矿产量为 68.11 吨，占全球矿产精炼年产量的 39.48%。据全球铂金协会统计，2018 年我国年铂需求量为 49.9 吨，占全球总需求的 23.9%，而 2017 年我国铂族金属已查明的资源储量为 365.3 吨，仅占全球储量的 0.5% 左右。我国铂族金属的供应 99% 以上都依赖于进口及二次回收。随着我国成为贵金属工业应用的第一大国，以及氢能源燃料汽车技术的迅速推广，国内贵金属资源、尤其是铂族金属的需求将持续上升，未来铂族金属市场空间广阔。含铂族金属废催化剂资源综合利用项目的实施，将有助于金泰莱与世界领先企业建立合作，打造一个可持续、高效率及强竞争力的含铂族金属循环产业链，助力公司危废板块发展。

首单物料试运行成功，合作业务模式全面打通。金泰莱与英美资源利用公司现有车间进行了首单试运行，10 吨副产品物料（含铂粉料及含铂陶瓷粉）经英美资源精炼后已

于 19 年 5 月 26 日返回金泰莱。提纯铂族金属产品共计 20kg，其中铂 3kg、钯 16kg、铑 1kg。该铂族金属产品可根据公司业务发展需要，直接在贵金属市场流通，或出售给下游氢能源核心器件、汽车三元催化、抗肿瘤药物医药生产厂商、航空航天关键器件制造厂商使用。目前铂、钯、铑的现货价格分别为 186 元/克、334 元/克、746.5 元/克，按此价格测算，本批纯铂族金属产品总价值为 665 万元。以上述铂、钯、铑的现货价格及处理比例测算，预计 20 吨/年的含铂族金属废催化剂项目未来可带来 66.5 亿元/年的增量营收，贡献净利润约 1.9 亿元。首单物料试运行的成功，标志着金泰莱与英美资源集团的业务模式全面打通。公司作为国内唯一与英美资源建立长期合作关系的铂族金属废料综合利用企业，有助于借助合作伙伴的强大技术优势增厚未来经营业绩。

盈利预测与投资评级： 我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.32、0.37、0.45 元，对应 PE 为 15、13、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 项目回款风险，业务拓展不及预期，订单进度不如预期

中金环境三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,378	5,527	6,772	9,925	营业收入	4,363	4,659	5,380	6,520
现金	814	3,080	3,573	6,475	减:营业成本	2,680	2,863	3,306	4,006
应收账款	1,302	1,005	1,659	1,569	营业税金及附加	45	48	56	68
存货	654	653	856	973	营业费用	409	436	504	611
其他流动资产	608	788	684	908	管理费用	323	345	398	482
非流动资产	6,504	6,542	6,772	7,358	财务费用	122	152	175	212
长期股权投资	5	10	15	20	资产减值损失	98	74	85	103
固定资产	1,127	1,114	1,157	1,200	加:投资净收益	-8	0	0	0
在建工程	102	92	94	106	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,907	1,965	2,148	2,675	营业利润	537	772	887	1,068
其他非流动资产	3,362	3,361	3,359	3,358	加:营业外净收支	0	2	2	2
资产总计	9,883	12,069	13,545	17,283	利润总额	537	774	889	1,070
流动负债	3,783	4,910	4,878	6,834	减:所得税费用	88	127	146	176
短期借款	1,137	1,137	1,137	1,137	少数股东损益	18	26	30	36
应付账款	1,196	749	1,497	1,225	归属母公司净利润	430	621	713	858
其他流动负债	1,450	3,024	2,245	4,472	EBIT	668	902	1,037	1,250
非流动负债	1,191	1,604	2,417	3,329	EBITDA	796	1,017	1,163	1,395
长期借款	1,136	1,549	2,362	3,274					
其他非流动负债	55	55	55	55	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4,974	6,514	7,295	10,163	每股收益(元)	0.22	0.32	0.37	0.45
少数股东权益	108	134	164	200	每股净资产(元)	2.50	2.82	3.16	3.60
归属母公司股东权益	4,801	5,421	6,086	6,920	发行在外股份(百万股)	1923	1923	1923	1923
负债和股东权益	9,883	12,069	13,545	17,283	ROIC(%)	7.5%	8.8%	8.4%	8.4%
					ROE(%)	9.1%	11.6%	11.9%	12.6%
					毛利率(%)	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.9%	13.3%	13.2%	13.2%
经营活动现金流	682	2,137	-41	2,556	资产负债率(%)	50.3%	54.0%	53.9%	58.8%
投资活动现金流	-1,046	-153	-356	-730	收入增长率(%)	14.4%	6.8%	15.5%	21.2%
筹资活动现金流	135	282	890	1,077	净利润增长率(%)	-27.2%	44.3%	14.8%	20.4%
现金净增加额	-227	2,266	492	2,902	P/E	21.77	15.09	13.14	10.91
折旧和摊销	128	115	126	145	P/B	1.95	1.73	1.54	1.35
资本开支	648	33	225	581	EV/EBITDA	14.24	9.37	8.76	6.19
营运资本变动	-108	1,224	-1,085	1,305					

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>