

**城发环境 (000885.SZ) 买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 11.63元  
目标价格(人民币): 17.53-17.53元  
**市场数据(人民币)**

**相关报告**

1.《省级平台优势显著，环保新业务再造城发 - 省级平台优势显著，环保...》，  
2020-08-26

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001  
niubo@gjzq.com.cn

**高速经营全面恢复，环保业绩大幅增长****公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,028	2,263	2,876	4,180	5,331
营业收入增长率	-57.04%	11.58%	27.07%	45.37%	27.52%
归母净利润(百万元)	582	624	530	887	1,095
归母净利润增长率	-3.38%	7.15%	-15.02%	67.23%	23.41%
摊薄每股收益(元)	1.173	1.257	0.826	1.381	1.705
每股经营性现金流净额	2.50	2.39	2.32	3.06	4.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.43%	20.85%	11.35%	15.95%	16.45%
P/E	6.11	8.74	14.08	8.42	6.82
P/B	1.43	1.82	1.60	1.34	1.12

来源：公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司2020年上半年实现营业收入和扣非归母净利润分别为7.16和0.28亿元，同比增长-32.10%和-91.64%，符合我们预期。

**经营分析**

- **高速业务恢复经营：**公司高速公路收费业务因受疫情冲击影响按国家规定自02月18日至04月30日暂停，道路通行、基础设施业务和服务区经营及广告业务营收分别同比降低56%、6%和23%。5月6日重启后公司高速公路业务重新恢复经营，经营状况良好，下半年有望延续。
- **环保业务初露峥嵘：**按披露业务板块，公司环保业务实现0.65亿元，同比增长361.69%，占比由1.33%提升至9.08%，固废和环卫分别实现收入2379/4122万元。从控股子公司角度看，子公司沃克曼贡献的环保工程业务实现营业收入0.71亿元，净利润730万元，净利率10.28%；子公司城发水务贡献营业收入1.82亿元，净利润0.24亿元，净利率13.19%。公司目前在运垃圾焚烧发电项目一座，产能600t/d，三年期业绩承诺分别为560、1042和1423万元，与行业盈利水平相当；在建/筹建项目16750吨/日（一期，不扣减非自身权益部分），预计2021年底前将陆续有13000吨/日进入试生产阶段，从财务指标来看，先行指标如其他非流动资产较年初增加5.42亿元(+75.86%)，其中BOT项目前期费用12.02亿元，较年初增加5.36亿元。我们认为随着在手项目逐步推进，公司业绩有望快速提升。

**投资建议**

- 预计公司2020~2022年实现营收28.76、41.80和53.31亿元，YoY27.07%、45.37%和27.52%，归母净利5.30、8.87和10.95亿元，YoY-15.02%、67.23%和23.41%，EPS分别为0.83、1.38和1.71元，对应现股价PE14X、8X和7X。通过相对估值法与同行业公司比较，公司PE显著低于行业平均水平，分部估值法可知公司市值仍有较大上升空间，我们看好公司未来发展前景，维系“买入”评级和目标股价17.53元判断。

**风险提示**

- 新订单获取以及在手订单推进不及预期，投运项目盈利水平不及预期；可再生能源补贴方案不落地带来的不确定性风险等。

### 附录：三张报表预测摘要

**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,720</b>	<b>2,028</b>	<b>2,263</b>	<b>2,876</b>	<b>4,180</b>	<b>5,331</b>
增长率	-57.0%	11.6%	27.1%	45.4%	27.5%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,800</b>	<b>-820</b>	<b>-952</b>	<b>-1,668</b>	<b>-2,346</b>	<b>-3,067</b>
%销售收入	59.3%	40.4%	42.1%	58.0%	56.1%	57.5%
<b>毛利</b>	<b>1,920</b>	<b>1,209</b>	<b>1,311</b>	<b>1,208</b>	<b>1,835</b>	<b>2,264</b>
%销售收入	40.7%	59.6%	57.9%	42.0%	43.9%	42.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-50</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-47</b>	<b>-60</b>
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
<b>销售费用</b>	<b>-141</b>	<b>-22</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-16</b>	<b>-19</b>
%销售收入	3.0%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
<b>管理费用</b>	<b>-481</b>	<b>-152</b>	<b>-218</b>	<b>-270</b>	<b>-314</b>	<b>-378</b>
%销售收入	10.2%	7.5%	9.6%	9.4%	7.5%	7.1%
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>息税前利润(EBIT)</b>	<b>1,249</b>	<b>1,009</b>	<b>1,057</b>	<b>892</b>	<b>1,458</b>	<b>1,807</b>
%销售收入	26.5%	49.7%	46.7%	31.0%	34.9%	33.9%
<b>财务费用</b>	<b>-181</b>	<b>-193</b>	<b>-166</b>	<b>-132</b>	<b>-233</b>	<b>-371</b>
%销售收入	3.8%	9.5%	7.3%	4.6%	5.6%	7.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>
%税前利润	1.2%	1.3%	1.5%	1.8%	1.1%	0.9%
<b>营业利润</b>	<b>1,117</b>	<b>835</b>	<b>896</b>	<b>769</b>	<b>1,271</b>	<b>1,539</b>
<b>营业利润率</b>	<b>23.7%</b>	<b>41.2%</b>	<b>39.6%</b>	<b>26.7%</b>	<b>30.4%</b>	<b>28.9%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>-48</b>	<b>-29</b>	<b>-34</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>	<b>-30</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,069</b>	<b>806</b>	<b>861</b>	<b>739</b>	<b>1,241</b>	<b>1,509</b>
<b>利润率</b>	<b>22.6%</b>	<b>39.8%</b>	<b>38.1%</b>	<b>25.7%</b>	<b>29.7%</b>	<b>28.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-405</b>	<b>-217</b>	<b>-233</b>	<b>-198</b>	<b>-310</b>	<b>-317</b>
<b>所得税率</b>	<b>37.9%</b>	<b>26.9%</b>	<b>27.0%</b>	<b>26.8%</b>	<b>25.0%</b>	<b>21.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>664</b>	<b>589</b>	<b>629</b>	<b>541</b>	<b>931</b>	<b>1,192</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>61</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>44</b>	<b>97</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>603</b>	<b>582</b>	<b>624</b>	<b>530</b>	<b>887</b>	<b>1,095</b>
<b>净利率</b>	<b>12.8%</b>	<b>28.7%</b>	<b>27.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>21.2%</b>	<b>20.5%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>405</b>	<b>697</b>	<b>762</b>	<b>1,157</b>	<b>1,348</b>	<b>1,247</b>
<b>应收账款</b>	<b>52</b>	<b>73</b>	<b>197</b>	<b>239</b>	<b>291</b>	<b>340</b>
<b>存货</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>8</b>	<b>27</b>	<b>31</b>	<b>41</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>54</b>	<b>293</b>	<b>222</b>	<b>393</b>	<b>395</b>	<b>397</b>
<b>流动资产</b>	<b>528</b>	<b>1,080</b>	<b>1,189</b>	<b>1,817</b>	<b>2,065</b>	<b>2,026</b>
%总资产	6.5%	13.3%	13.2%	15.3%	12.1%	9.9%
<b>长期投资</b>	<b>1,241</b>	<b>722</b>	<b>464</b>	<b>464</b>	<b>464</b>	<b>464</b>
<b>固定资产</b>	<b>6,227</b>	<b>6,149</b>	<b>6,118</b>	<b>6,021</b>	<b>5,912</b>	<b>5,789</b>
%总资产	76.9%	75.7%	68.0%	50.8%	34.7%	28.2%
<b>无形资产</b>	<b>84</b>	<b>161</b>	<b>500</b>	<b>1,737</b>	<b>7,565</b>	<b>11,221</b>
<b>非流动资产</b>	<b>7,574</b>	<b>7,047</b>	<b>7,809</b>	<b>10,047</b>	<b>14,965</b>	<b>18,498</b>
%总资产	93.5%	86.7%	86.8%	84.7%	87.9%	90.1%
<b>资产总计</b>	<b>8,102</b>	<b>8,127</b>	<b>8,998</b>	<b>11,864</b>	<b>17,030</b>	<b>20,524</b>
<b>短期借款</b>	<b>995</b>	<b>986</b>	<b>953</b>	<b>662</b>	<b>662</b>	<b>662</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,519</b>	<b>957</b>	<b>1,300</b>	<b>1,468</b>	<b>1,521</b>	<b>1,718</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>231</b>	<b>267</b>	<b>311</b>	<b>714</b>	<b>897</b>	<b>1,002</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,745</b>	<b>2,209</b>	<b>2,565</b>	<b>2,844</b>	<b>3,080</b>	<b>3,382</b>
<b>长期贷款</b>	<b>3,014</b>	<b>2,645</b>	<b>2,562</b>	<b>3,562</b>	<b>7,562</b>	<b>9,562</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>331</b>	<b>635</b>	<b>543</b>	<b>439</b>	<b>439</b>	<b>439</b>
<b>负债</b>	<b>6,090</b>	<b>5,489</b>	<b>5,670</b>	<b>6,844</b>	<b>11,080</b>	<b>13,382</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,866</b>	<b>2,486</b>	<b>2,993</b>	<b>4,674</b>	<b>5,561</b>	<b>6,655</b>
其中：股本	496	496	496	642	642	642
未分配利润	932	1,530	1,951	2,482	3,369	4,463
少数股东权益	145	152	335	345	389	486
<b>负债股东权益合计</b>	<b>8,102</b>	<b>8,127</b>	<b>8,998</b>	<b>11,864</b>	<b>17,030</b>	<b>20,524</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.214	1.173	1.257	0.826	1.381	1.705
每股净资产	3.759	5.008	6.030	7.279	8.661	10.365
每股经营现金净流	3.464	2.498	2.389	2.322	3.061	4.072
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	32.31%	23.43%	20.85%	11.35%	15.95%	16.45%
总资产收益率	7.44%	7.17%	6.94%	4.47%	5.21%	5.33%
投入资本收益率	12.88%	11.76%	11.27%	7.06%	7.71%	8.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	50.49%	-57.04%	11.58%	27.07%	45.37%	27.52%
EBIT增长率	1014.03%	-19.23%	4.76%	-15.59%	63.44%	23.91%
净利润增长率	1312.02%	-3.38%	7.15%	-15.02%	67.23%	23.41%
总资产增长率	28.34%	0.31%	10.71%	31.85%	43.55%	20.52%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	5.0	9.1	17.0	27.0	22.0	20.0
存货周转天数	21.3	7.8	4.9	6.0	4.9	4.9
应付账款周转天数	114.8	359.2	389.7	300.0	220.0	190.0
固定资产周转天数	450.2	1,079.2	968.6	737.3	488.8	368.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	179.22%	110.90%	82.73%	61.08%	115.56%	125.68%
EBIT利息保障倍数	6.9	5.2	6.4	6.8	6.3	4.9
资产负债率	75.17%	67.54%	63.01%	57.69%	65.06%	65.20%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-26	<b>买入</b>	12.11	17.53~17.53

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH