

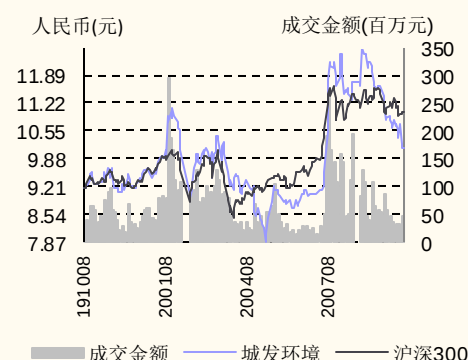
城发环境 (000885.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 10.15 元
目标价格 (人民币): 17.53-17.53 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股) 6.42
已上市流通 A 股(亿股) 6.42
总市值(亿元) 65.17
年内股价最高最低(元) 11.40/10.12
沪深 300 指数 4587
深证成指 12907



相关报告

- 1.《高速增长全面恢复，环保业绩大幅增长-高速增长全面恢复，环保业...》，2020.8.20
- 2.《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...》，2020.8.26

牛波

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

首获餐厨项目，园区化战略进行时

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	12.29	7.35	5.95
P/B	1.43	1.82	1.39	1.17	0.98

来源：公司年报、国金证券研究所

事件描述

- 近日，公司中标滑县餐厨垃圾收集及处理项目，对此我们点评如下。

投资看点

- **园区化战略进行时：**项目规模 50t/d，总投资 3983 万元，中标金额 381 元/吨（含收运和处理），建运合计 30 年，地点位于滑县留固镇静脉产业园规划区域。据项目模型测算，预计项目达产后年贡献收入和利润约为 900 万元和 200 万元。该项目虽然利润增厚较小，但体现出公司通过静脉产业园园区化推进方式的重大意义，与一般单体项目不同的是静脉产业园是一个城市实现循环经济的重要模式，将生活和工业垃圾处理处置单位集中统一放在一个园区进行“减量化、无害化和资源化”的三化处理。这种推进方式以客户服务为中心，可以有效获得客户长期的服务认可，有利于公司在现在生活垃圾处理基础上向工业固废等多领域拓展。
- **环保业务初露峥嵘：**公司自 2019 年拓展环保业务来发展迅速，2020H1 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。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%。在运垃圾焚烧发电济源项目 1 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

- 维系公司 20~22 年业绩预测，预计归母净利 5.30、8.87 和 10.95 亿元，YoY-15%、67%和 23%，EPS 分别为 0.83、1.38 和 1.71 元，对应现股价 PE14X、8X 和 7X，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
主营业务收入	4,720	2,028	2,263	2,876	4,180	5,331
增长率		-57.0%	11.6%	27.1%	45.4%	27.5%
主营业务成本	-2,800	-820	-952	-1,668	-2,346	-3,067
%销售收入	59.3%	40.4%	42.1%	58.0%	56.1%	57.5%
毛利	1,920	1,209	1,311	1,208	1,835	2,264
%销售收入	40.7%	59.6%	57.9%	42.0%	43.9%	42.5%
营业税金及附加	-50	-26	-26	-32	-47	-60
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-141	-22	-11	-13	-16	-19
%销售收入	3.0%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
管理费用	-481	-152	-218	-270	-314	-378
%销售收入	10.2%	7.5%	9.6%	9.4%	7.5%	7.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	1,249	1,009	1,057	892	1,458	1,807
%销售收入	26.5%	49.7%	46.7%	31.0%	34.9%	33.9%
财务费用	-181	-193	-166	-132	-233	-371
%销售收入	3.8%	9.5%	7.3%	4.6%	5.6%	7.0%
资产减值损失	-5	-1	-7	-11	-2	-2
公允价值变动收益	0	8	-3	0	0	0
投资收益	13	10	13	13	13	13
%税前利润	1.2%	1.3%	1.5%	1.8%	1.1%	0.9%
营业利润	1,117	835	896	769	1,271	1,539
营业利润率	23.7%	41.2%	39.6%	26.7%	30.4%	28.9%
营业外收支	-48	-29	-34	-30	-30	-30
税前利润	1,069	806	861	739	1,241	1,509
利润率	22.6%	39.8%	38.1%	25.7%	29.7%	28.3%
所得税	-405	-217	-233	-198	-310	-317
所得税率	37.9%	26.9%	27.0%	26.8%	25.0%	21.0%
净利润	664	589	629	541	931	1,192
少数股东损益	61	7	5	11	44	97
归属于母公司的净利润	603	582	624	530	887	1,095
净利率	12.8%	28.7%	27.6%	18.4%	21.2%	20.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	664	589	629	541	931	1,192
少数股东损益	61	7	5	11	44	97
非现金支出	617	393	427	450	584	769
非经营收益	218	214	184	169	275	415
营运资金变动	221	44	-53	330	176	239
经营活动现金净流	1,719	1,240	1,186	1,491	1,966	2,615
资本开支	-591	-322	-923	-2,711	-5,530	-4,330
投资	-821	-316	363	0	0	0
其他	1,285	76	49	13	13	13
投资活动现金净流	-127	-562	-511	-2,698	-5,517	-4,317
股权募资	292	42	178	1,150	0	0
债权募资	-245	-363	-224	604	4,000	2,000
其他	-1,623	-35	-560	-152	-259	-398
筹资活动现金净流	-1,577	-356	-606	1,602	3,741	1,602
现金净流量	16	322	69	396	190	-100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

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

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	买入	12.11	17.53~17.53
2	2020-08-30	买入	11.63	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