

## 资源与环境研究中心

**城发环境(000885.SZ)买入(维持评级)**

公司点评

市场价格(人民币): 11.97元

目标价格(人民币): 14.93元

**市场数据(人民币)****相关报告**

1. 《三季报前瞻点评-经营恢复迅速, Q3业绩预告符合预期》, 2020.10.19
2. 《首获餐厨项目, 园区化战略进行时-首获餐厨项目, 园区化战略进行...》, 2020.10.09
3. 《高速经营全面恢复, 环保业绩大幅增长-高速经营全面恢复, 环保业...》, 2020.08.30
4. 《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...》, 2020.08.22

牛波

分析师 SAC 执业编号: S1130520060001  
niubo@gjzq.com.cn**连中运营大单, 再造城发逻辑逐步兑现****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	3,256	4,929	5,959
营业收入增长率	-57.04%	11.58%	43.89%	51.37%	20.90%
归母净利润(百万元)	582	624	626	939	1,141
归母净利润增长率	-3.38%	7.15%	0.36%	49.97%	21.41%
摊薄每股收益(元)	1.173	1.257	0.976	1.463	1.776
每股经营性现金流净额	2.50	2.39	2.85	3.48	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.43%	20.85%	13.13%	16.45%	16.65%
P/E	6.11	8.74	12.27	8.18	6.74
P/B	1.43	1.82	1.61	1.35	1.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

**事件**

- 公司近日预/中标19亿元静脉产业园和9.2亿元环卫订单, 逻辑逐步兑现。
- **新中标静脉产业园和环卫大单, 业绩弹性较大。** 1) 公司中标焦作静脉产业园区东区项目, 项目主要由生活垃圾焚烧发电厂3000吨/日(一期2000吨/日)、市政污泥处理项目(协同处置)、园区污水处理、转运站和填埋场封场、园区管理中心6个子项目构成, 总投资19亿元, 生活垃圾处理费89.80元/吨, 转运站补贴费79.80元/吨, 单价高于行业平均水平25%以上, 或考虑了国补退坡因素。按照7%的ROIC指标匡算年贡献利润约1.3亿元, 其中主体垃圾焚烧发电厂将在2022年投入商业运营; 2) 环卫金额9.49亿元/8年, 按照净利率8%测算年贡献利润约0.1亿元, 这是城发首个上规模的环卫大单落地, 河南省环保基础设施补短板缺口大, 公司作为省级平台优势未来空间可观。上述合计年约贡献利润1.4亿元, 较2019年增厚22%。
- **静脉产业园是城市的“卫生间”, 多种项目组成业绩贡献点多。** 静脉产业园是城市发展的一种新兴产物, 主要扮演城市的“卫生间”角色, 将日常生活产生的各类废弃物集中进行处理处置的一种模式。一般以垃圾焚烧发电项目为核心, 集污泥、医疗垃圾、餐厨垃圾、厨余垃圾、建筑垃圾等多种生活垃圾和工业固废一体化处理的园区化模式, 利润贡献点多, 对区域有一定垄断性, 规模和当地人口和工业经济活动高度相关。城发环境焦作项目对公司具有标志性意义, 河南全省未来规划70多个静脉产业园, 未来看点巨大。
- **再造城发逻辑逐步兑现, 环保新星成长进行时。** 公司坚持“高速+环保”双主业, 虽然在BOT建设阶段会有部分工程收入确认, 但这些工程是为了形成运营资产而不是单纯EPC业务, 再者确认相对谨慎, 不会太多前移运营期利润, 市场不必过多担忧估值压制问题。高速公路目前利润水平约在6.5亿元, 现金流近10亿元, 可支持环保业务资本金需求, 撬动百亿项目投资, 根据公司发展目标我们认为中长期来看公司新业务有望再造城发。

**盈利调整**

- 公司今年环保业务发展迅速, 我们上调盈利预测, 预计归母净利润6.26/9.39/11.41亿元, EPS0.98/1.46/1.78元, 较最近一期报告分别上调18%/6%/4%, 对应现股价PE12/8/7X, 根据分部估值法, 给予2021年10X估值, 目标价14.93元。

**风险提示**

- 订单推进不及预期; 新订单获取不及预期等。

### 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
<b>主营业务收入</b>	<b>4,720</b>	<b>2,028</b>	<b>2,263</b>	<b>3,256</b>	<b>4,929</b>	<b>5,959</b>
增长率	-57.0%	11.6%	43.9%	51.4%	20.9%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,800</b>	<b>-820</b>	<b>-952</b>	<b>-1,866</b>	<b>-2,857</b>	<b>-3,437</b>
%销售收入	59.3%	40.4%	42.1%	57.3%	58.0%	57.7%
<b>毛利</b>	<b>1,920</b>	<b>1,209</b>	<b>1,311</b>	<b>1,390</b>	<b>2,072</b>	<b>2,523</b>
%销售收入	40.7%	59.6%	57.9%	42.7%	42.0%	42.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-50</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-37</b>	<b>-56</b>	<b>-67</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>-15</b>	<b>-19</b>	<b>-21</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>-306</b>	<b>-463</b>	<b>-560</b>
%销售收入	10.2%	7.5%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%
<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>1,033</b>	<b>1,534</b>	<b>1,874</b>
%销售收入	26.5%	49.7%	46.7%	31.7%	31.1%	31.5%
<b>财务费用</b>	<b>-181</b>	<b>-193</b>	<b>-166</b>	<b>-129</b>	<b>-225</b>	<b>-368</b>
%销售收入	3.8%	9.5%	7.3%	4.0%	4.6%	6.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-7</b>	<b>-12</b>	<b>-3</b>	<b>-1</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>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	1.2%	1.3%	1.5%	0.6%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>1,117</b>	<b>835</b>	<b>896</b>	<b>900</b>	<b>1,341</b>	<b>1,597</b>
<b>营业利润率</b>	<b>23.7%</b>	<b>41.2%</b>	<b>39.6%</b>	<b>27.6%</b>	<b>27.2%</b>	<b>26.8%</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>870</b>	<b>1,311</b>	<b>1,567</b>
<b>利润率</b>	<b>22.6%</b>	<b>39.8%</b>	<b>38.1%</b>	<b>26.7%</b>	<b>26.6%</b>	<b>26.3%</b>
<b>所得税</b>	<b>-405</b>	<b>-217</b>	<b>-233</b>	<b>-233</b>	<b>-328</b>	<b>-329</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>637</b>	<b>983</b>	<b>1,238</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>626</b>	<b>939</b>	<b>1,141</b>
<b>净利率</b>	<b>12.8%</b>	<b>28.7%</b>	<b>27.6%</b>	<b>19.2%</b>	<b>19.1%</b>	<b>19.1%</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>1,488</b>	<b>1,733</b>	<b>1,156</b>
<b>应收账款</b>	<b>52</b>	<b>73</b>	<b>197</b>	<b>271</b>	<b>343</b>	<b>380</b>
<b>存货</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>8</b>	<b>31</b>	<b>38</b>	<b>46</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>54</b>	<b>293</b>	<b>222</b>	<b>394</b>	<b>397</b>	<b>398</b>
<b>流动资产</b>	<b>528</b>	<b>1,080</b>	<b>1,189</b>	<b>2,183</b>	<b>2,511</b>	<b>1,981</b>
%总资产	6.5%	13.3%	13.2%	17.9%	14.2%	9.4%
<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>6,105</b>	<b>6,356</b>
%总资产	76.9%	75.7%	68.0%	49.2%	34.6%	30.2%
<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>15,158</b>	<b>19,065</b>
%总资产	93.5%	86.7%	86.8%	82.1%	85.8%	90.6%
<b>资产总计</b>	<b>8,102</b>	<b>8,127</b>	<b>8,998</b>	<b>12,230</b>	<b>17,670</b>	<b>21,047</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>1,643</b>	<b>1,856</b>	<b>1,930</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>231</b>	<b>267</b>	<b>311</b>	<b>810</b>	<b>1,054</b>	<b>1,119</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,745</b>	<b>2,209</b>	<b>2,565</b>	<b>3,115</b>	<b>3,571</b>	<b>3,710</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>7,115</b>	<b>11,571</b>	<b>13,711</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,866</b>	<b>2,486</b>	<b>2,993</b>	<b>4,770</b>	<b>5,709</b>	<b>6,850</b>
其中：股本	496	496	496	642	642	642
未分配利润	932	1,530	1,951	2,578	3,517	4,657
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>12,230</b>	<b>17,670</b>	<b>21,047</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	0.976	1.463	1.776
每股净资产	3.759	5.008	6.030	7.429	8.892	10.668
每股经营现金流	3.464	2.498	2.389	2.851	3.479	3.973
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%	13.13%	16.45%	16.65%
总资产收益率	7.44%	7.17%	6.94%	5.12%	5.32%	5.42%
投入资本收益率	12.88%	11.76%	11.27%	8.09%	8.03%	8.43%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	50.49%	-57.04%	11.58%	43.89%	51.37%	20.90%
EBIT增长率	1014.03%	-19.23%	4.76%	-2.29%	48.60%	22.15%
净利润增长率	1312.02%	-3.38%	7.15%	0.36%	49.97%	21.41%
总资产增长率	28.34%	0.31%	10.71%	35.93%	44.48%	19.11%
<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	651.1	428.9	364.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	179.22%	110.90%	82.73%	53.47%	106.42%	123.59%
EBIT利息保障倍数	6.9	5.2	6.4	8.0	6.8	5.1
资产负债率	75.17%	67.54%	63.01%	58.18%	65.49%	65.14%

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	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
3	2020-10-09	买入	10.15	17.53~17.53
4	2020-10-19	买入	10.75	17.53~17.53

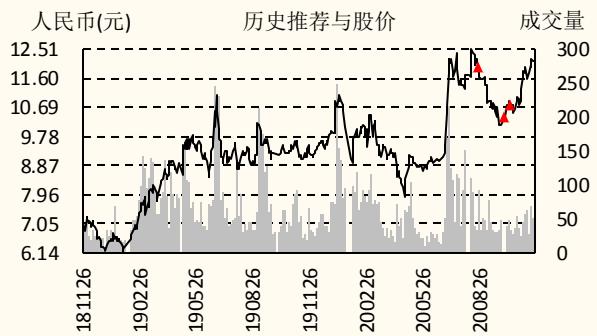
来源：国金证券研究所

### 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