

## 2020年盈利增速超62%，未来三年高增长可期

### 中环环保(300692)

评级:	买入	股票代码:	300692
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	19.5/11.0
目标价格:		总市值(亿)	36.24
最新收盘价:	16.25	自由流通市值(亿)	25.48
		自由流通股数(百万)	156.79

#### 事件概述

2021年3月4日，公司披露2021年年度报告，全年实现营业收入9.50亿元，同比增长45.32%；实现归母净利润1.58亿元，同比增长62.43%；实现基本每股收益0.90元。

#### 分析判断:

##### ► 稳步开拓市场，全年业绩高增长。

2020年，公司实现营业收入9.50亿元，同比增长45.32%；实现归属于上市公司股东的净利润1.58亿元，同比增长62.43%，略超预期。分业务看，水处理业务实现营收2.28亿元，同比增长20.80%；工程建设业务实现营收6.74亿元，同比增长45.03%；固废业务实现营收0.48亿元。各项业务稳定增长，得益于公司全年市场开拓表现良好，新增订单充足，其中特许经营类新增订单6个，合计投资额13.51亿元，包含3个BOT(9.77亿元)和3个PPP(3.74亿元)订单；EPC新增订单29个，合计金额9.25亿元，同比增长15.32%。此外，公司重大订单执行进度均符合预期，承德县生活垃圾焚烧处理项目执行进度达13.46%；惠民县生活垃圾焚烧处理项目执行进度达99.09%；桐城农村生活污水处理PPP项目执行进度达72.86%，且确认2.23亿元收入。随着公司运营规模稳步提升，各类存量订单执行有序推行，市场新增订单获取稳定，业绩有望维持高增长。

##### ► 收购加强固废业务，双主业发力成长可期。

2020年12月28日，公司公告拟以4.56亿元分两次收购上海泷蝶新能源科技有限公司100%股权，泷蝶新能源下属项目公司拥有石家庄生活垃圾环保发电项目30年特许经营权，设计总处理能力为1,200吨/日，自2020年5月起，两条生产线均达产运行，入厂垃圾焚烧处理1100~1500 t/d。根据公司2020年12月29日披露补充公告，在石家庄生活垃圾环保发电项目的特许经营期限内，预计可实现营业收入约10000万元/年-14000万元/年，净利润约4000万元/年-7000万元/年，给公司带来积极利润贡献。截至到本报告期，公司完成了上海泷蝶第一次股权收购事宜并已完成工商变更登记，取得了市场监督管理局换发的《营业执照》，安徽中环环保获得石家庄垃圾焚烧项目75%的股权。2020年，公司相继投产了德江县生活垃圾焚烧发电项目和惠民县生活垃圾焚烧发电项目，其中德江和惠民两个已运营项目通过开拓周边县市的垃圾处理市场，实现年报报告期末垃圾处理负荷率达到100%，各项生产指标良好。公司承德项目和西乡项目也在稳步推进当中，预计未来两年会有序投产，建成后将极大提升公司垃圾焚烧处置水平。2020年公司固废业务收入占比5.03%，毛利率达到50.75%，随着公司固废业务逐步壮大，公司双主业同时发力，后续高增长可期。

##### ► 毛利率稳步提升，财务状况稳健。

2020年，公司实现综合毛利率32.60%，较2019年提升2.44pct；其中水处理业务实现毛利率59.33%，较2019年提升4.54pct；工程建设业务实现毛利率22.27%，较2019年提升2.13pct；固废业务毛利率50.75%，符合垃圾焚烧行业纯运营业务利润率水平。随着日后公司固废业务占比逐步增加，公司毛利率仍有提升空间。此外，公司2020年也在积极推动资本运作，改善公司财务状况，提升抗风险能力。2020年10月，公司完成非公开发行股票，募集5.5亿元，用于惠民县生活垃圾焚烧发电项目、泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化PPP项目及补充公司流动资金，利于公司推进募投项目建设，提高公司盈利水平。在12月，公司可转债全部转股，进一步降低了公司负债，公司财务状况更加稳健。2020年公司筹资活动净现金流6.21亿元，同比增长4.04%；经营活动产生的现金流量净额(不含特许经营权项目投资支付的现金)1.10亿元，随着日后公司运营项

目规模提升，运营收入同比增长，在建项目稳步有序推进，公司财务压力会逐步减少，有利于公司长久健康发展。

### 投资建议

公司已形成“污水+垃圾”双翼发展格局，污水处理业务和垃圾焚烧业务齐头并进，助力公司业绩高速增长。公司收购石家庄生活垃圾环保发电项目，进一步增加固废运营规模，增强固废业务实力，提升公司业绩。公司非公开发行股票完成和可转债全部转股，利于公司推进募投项目和缓解财务压力。根据目前公司在建项目投建进度和新增订单情况，我们下调 2021 年和 2022 年营业收入，从 15.15 亿元和 22.1 亿元下调至 14.40 亿元和 19.78 亿元，并新增 2023 年预测，预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 14.40/19.78/26.45 亿元，同比增长 51.56%/37.32%/33.75%；我们将 2021 年和 2022 年归母净利润从 2.36 亿元和 3.34 亿元调整为 2.39 亿元和 3.27 亿元，并新增 2023 年预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.39/3.27/4.31 亿元，分别增长 51.3%/36.8%/31.9%；对应 EPS 为 1.07 元、1.46 元、1.93 元；PE 为 15/11/8 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 1) 新增订单获取不及预期；
- 2) 在手订单推进不及预期；
- 3) 新建垃圾焚烧项目产能爬坡速度不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	654	950	1,440	1,978	2,645
YoY (%)	67.6%	45.3%	51.6%	37.3%	33.8%
归母净利润(百万元)	97	158	239	327	431
YoY (%)	60.7%	62.4%	51.3%	36.8%	31.9%
毛利率 (%)	30.2%	32.6%	31.8%	31.3%	30.3%
每股收益 (元)	0.44	0.71	1.07	1.46	1.93
ROE	10.4%	8.7%	10.7%	11.9%	12.8%
市盈率	37.32	22.98	15.18	11.10	8.41

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	950	1,440	1,978	2,645	净利润	163	251	343	452
YoY (%)	45.3%	51.6%	37.3%	33.8%	折旧和摊销	22	8	7	7
营业成本	640	982	1,358	1,843	营运资金变动	-431	-206	-138	-106
营业税金及附加	7	13	18	24	经营活动现金流	-174	71	227	367
销售费用	3	6	9	12	资本开支	-412	-453	-495	-750
管理费用	25	39	53	71	投资	-102	-100	-100	-50
财务费用	59	85	101	120	投资活动现金流	-512	-552	-594	-798
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	611	0	0	0
投资收益	0	1	2	2	债务募资	730	558	508	566
营业利润	193	299	407	537	筹资活动现金流	622	538	490	548
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-65	57	123	118
利润总额	193	299	407	537					
所得税	30	48	64	85	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
净利润	163	251	343	452	<b>成长能力</b>				
归属于母公司净利润	158	239	327	431	营业收入增长率	45.3%	51.6%	37.3%	33.8%
YoY (%)	62.4%	51.3%	36.8%	31.9%	净利润增长率	62.4%	51.3%	36.8%	31.9%
每股收益	0.71	1.07	1.46	1.93	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	32.6%	31.8%	31.3%	30.3%
					净利率	17.1%	17.4%	17.3%	17.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	总资产收益率 ROA	4.1%	4.9%	5.4%	5.7%
货币资金	154	211	335	452	净资产收益率 ROE	8.7%	10.7%	11.9%	12.8%
预付款项	8	15	20	27	<b>偿债能力</b>				
存货	3	91	101	127	流动比率	1.04	1.29	1.45	1.50
其他流动资产	871	1,038	1,356	1,740	速动比率	0.77	1.00	1.10	1.12
流动资产合计	1,037	1,355	1,811	2,347	现金比率	0.15	0.20	0.27	0.29
长期股权投资	2	2	2	2	资产负债率	47.2%	49.8%	51.2%	52.4%
固定资产	102	303	524	758	<b>经营效率</b>				
无形资产	630	971	1,379	2,059	总资产周转率	0.25	0.30	0.33	0.35
非流动资产合计	2,767	3,483	4,264	5,262	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	3,804	4,838	6,075	7,609	每股收益	0.71	1.07	1.46	1.93
短期借款	292	292	292	292	每股净资产	8.13	9.96	12.28	15.13
应付账款及票据	576	592	756	1,025	每股经营现金流	-0.78	0.32	1.02	1.65
其他流动负债	131	170	200	243	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	999	1,053	1,249	1,560	<b>估值分析</b>				
长期借款	573	1,131	1,639	2,205	PE	22.98	15.18	11.10	8.41
其他长期负债	224	224	224	224	PB	1.92	1.63	1.32	1.07
非流动负债合计	797	1,355	1,863	2,429					
负债合计	1,796	2,409	3,112	3,989					
股本	223	223	223	223					
少数股东权益	195	207	223	245					
股东权益合计	2,008	2,429	2,963	3,620					
负债和股东权益合计	3,804	4,838	6,075	7,609					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**晏溶**：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

**周志璐**：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华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。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。