

# 环保咨询与施工业务承压，铂族金属回收利用是未来重要看点

## ——中金环境 (300145.SZ) 2019 年半年度报告点评

公司简报

◆**事件**：公司发布 2019 年半年度报告，2019 年上半年公司实现营业收入 18.42 亿元，同比减少 12.11%，实现归母净利润 2.41 亿元，同比减少 25.07%。

◆**设备制造业务表现稳健，危废处置业务快速增长**。公司作为国内不锈钢冲压离心泵龙头，有着健全的营销网络和广泛的客户资源，在上半原材料成本处于历史高位的情况下，设备制造业务仍实现了稳健增长（营业收入同比+1.98%至 12.19 亿元，净利润同比+1.32%至 1.92 亿元）。危废处置业务作为公司环保运营的核心资产，在 2019 年上半年维持快速增长（营业收入同比+21.18%至 1.79 亿元，净利润同比+20.15%至 0.90 亿元），同时贵金属废催化剂资源综合利用项目加速推进，在首单试运行成功的基础上，公司已顺利进入中石化、巴斯夫等企业的供应商体系，为项目的后续推进奠定了良好的业务基础。

◆**政策+业务重心调整影响环保咨询设计与治理业务发展，污水及污泥业务重整影响公司业绩**。公司环保设计业务已基本实现南北呼应、东西贯通态势，市场拓展能力进一步加强，但受到环评资质改革、公司环保业务发展重心调整、环保检查趋严影响公司工程施工进度等因素影响，环保咨询设计与治理板块业绩承压（营业收入同比-39.99%至 4.37 亿元，净利润同比-48.19%至 0.55 亿元）。另一方面，虽然公司已完成对在手污水污泥项目的梳理并进入运营期，但折旧及摊销成本的显著增长使得污水污泥业务亏损，从而影响公司业绩。

◆**下调至“增持”评级**：由于公司环保工程施工业务进度不及预期（下半年中央环保督察仍将持续影响项目进度）、环评资质改革使得公司环评业务竞争加剧、污水污泥业务折旧摊销成本显著增长，我们下调盈利预测，在不考虑铂族金属资源再生利用项目的情况下，预计公司 19-21 年归母净利润分别为 4.35/4.60/4.92 亿元（前值为 5.63/6.64/7.82 亿元），对应 EPS 为 0.23/0.24/0.26 元，当前股价对应 19 年 PE 为 16 倍。公司不锈钢龙头地位稳固，但环保业务处于调整期影响公司业绩，且铂族金属再生资源项目盈利能力仍存一定不确定性，审慎起见下调公司评级至“增持”评级。

◆**风险提示**：市场竞争加剧导致传统水泵销量、危废处置量低于预期，环保政策执行力度低于预期导致公司订单释放慢于预期，公司技改项目进度不及预期等。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,815	4,363	4,189	4,229	4,387
营业收入增长率	36.72%	14.36%	-3.97%	0.94%	3.74%
净利润（百万元）	591	430	435	460	492
净利润增长率	15.83%	-27.17%	1.12%	5.73%	6.91%
EPS（元）	0.31	0.22	0.23	0.24	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.83%	8.96%	8.14%	7.92%	7.81%
P/E	12	16	16	15	14
P/B	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 5 日

### 增持（下调）

当前价：3.65 元

### 分析师

殷中枢（执业证书编号：S0930518040004）

010-58452063

[yinzs@ebsec.com](mailto:yinzs@ebsec.com)

王威（执业证书编号：S0930517030001）

021-52523818

[wangwei2016@ebsec.com](mailto:wangwei2016@ebsec.com)

### 联系人

郝睿

021-52523827

[haopian@ebsec.com](mailto:haopian@ebsec.com)

### 市场数据

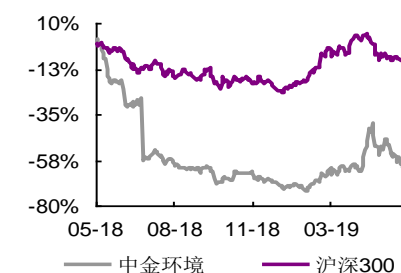
总股本(亿股)：19.23

总市值(亿元)：70.21

一年最低/最高(元)：2.96/6.76

近 3 月换手率：142.14%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.56	-26.46	-31.87
绝对	-20.66	-32.53	-21.00

资料来源：Wind

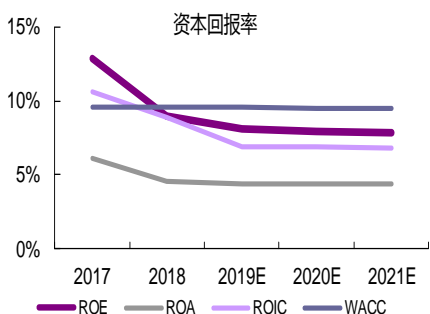
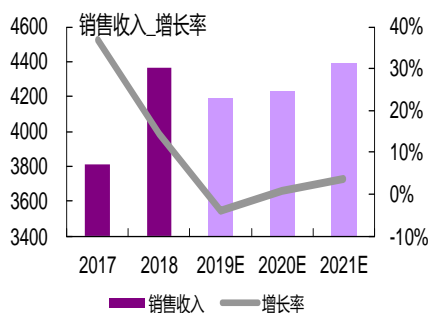
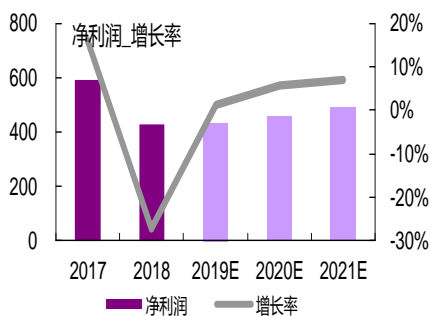
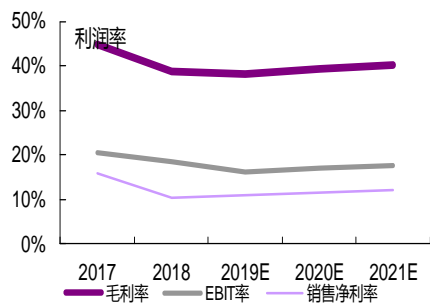
### 相关研报

双主业稳步推进，铂族金属回收利用发展可期——中金环境 (300145.SZ) 动态跟踪报告

..... 2019-06-11

资产减值拖累业绩，国资入主未来可期——中金环境 (300145.SZ) 2018 年年报点评

..... 2019-04-23



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>3,815</b>	<b>4,363</b>	<b>4,189</b>	<b>4,229</b>	<b>4,387</b>
营业成本	2,111	2,680	2,590	2,564	2,631
折旧和摊销	99	128	256	302	347
营业税费	41	45	42	42	44
销售费用	325	409	394	398	412
管理费用	454	323	482	507	526
财务费用	84	122	155	164	172
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	-8	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>721</b>	<b>537</b>	<b>518</b>	<b>552</b>	<b>595</b>
<b>利润总额</b>	<b>721</b>	<b>537</b>	<b>547</b>	<b>581</b>	<b>624</b>
少数股东损益	9	18	24	28	32
<b>归属母公司净利润</b>	<b>591</b>	<b>430</b>	<b>435</b>	<b>460</b>	<b>492</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>9,865</b>	<b>9,883</b>	<b>10,498</b>	<b>11,214</b>	<b>11,976</b>
流动资产	4,760	3,378	3,286	3,302	3,409
货币资金	1,022	814	838	846	877
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	858	1,302	1,239	1,251	1,298
应收票据	36	105	84	85	88
其他应收款	220	227	209	211	219
存货	570	654	637	631	648
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	3	3	3
长期投资	0	5	5	5	5
固定资产	764	1,127	1,403	1,666	1,912
无形资产	1,174	1,907	2,299	2,672	3,025
<b>总负债</b>	<b>5,151</b>	<b>4,974</b>	<b>5,019</b>	<b>5,247</b>	<b>5,486</b>
无息负债	3,458	2,335	2,335	2,427	2,545
有息负债	1,693	2,639	2,684	2,819	2,941
<b>股东权益</b>	<b>4,714</b>	<b>4,909</b>	<b>5,479</b>	<b>5,967</b>	<b>6,491</b>
股本	1,202	1,923	1,923	1,923	1,923
公积金	1,732	969	1,013	1,059	1,108
未分配利润	1,661	2,005	2,397	2,811	3,253
少数股东权益	109	108	132	160	192

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>767</b>	<b>682</b>	<b>998</b>	<b>1,036</b>	<b>1,079</b>
净利润	591	430	435	460	492
折旧摊销	99	128	256	302	347
净营运资金增加	92	102	-154	-76	-7
其他	-14	22	461	350	247
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,216</b>	<b>-1,046</b>	<b>-972</b>	<b>-1,000</b>	<b>-1,000</b>
净资本支出	-872	-636	-1,000	-1,000	-1,000
长期投资变化	0	5	0	0	0
其他资产变化	-344	-415	28	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>708</b>	<b>135</b>	<b>-2</b>	<b>-28</b>	<b>-48</b>
股本变化	534	721	0	0	0
债务净变化	311	947	45	135	121
无息负债变化	1,678	-1,124	0	92	118
<b>净现金流</b>	<b>244</b>	<b>-227</b>	<b>24</b>	<b>8</b>	<b>32</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	36.72%	14.36%	-3.97%	0.94%	3.74%
净利润增长率	15.83%	-27.17%	1.12%	5.73%	6.91%
EBITDA 增长率	25.21%	6.10%	-0.81%	9.62%	9.42%
EBIT 增长率	26.74%	3.14%	-16.83%	6.51%	7.08%
<b>估值指标</b>					
PE	12	16	16	15	14
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	11	11	10	9
EV/EBIT	8	12	15	14	13
EV/NOPLAT	9	15	18	17	16
EV/Sales	2	2	2	2	2
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	44.67%	38.56%	38.18%	39.37%	40.03%
EBITDA 率	23.13%	21.45%	22.16%	24.06%	25.38%
EBIT 率	20.54%	18.52%	16.04%	16.93%	17.47%
税前净利润率	18.89%	12.30%	13.04%	13.74%	14.21%
税后净利润率 (归属母公司)	15.49%	9.86%	10.38%	10.88%	11.21%
ROA	6.08%	4.54%	4.37%	4.35%	4.37%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.83%	8.96%	8.14%	7.92%	7.81%
经营性 ROIC	10.64%	8.92%	6.92%	6.85%	6.83%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.04	0.89	0.96	1.01	1.10
速动比率	0.91	0.72	0.77	0.82	0.89
归属母公司权益/有息债务	2.72	1.82	1.99	2.06	2.14
有形资产/有息债务	4.21	1.88	1.94	1.96	2.02
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.31	0.22	0.23	0.24	0.26
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.40	0.35	0.52	0.54	0.56
每股自由现金流(FCFF)	-0.06	0.08	-0.01	-0.01	0.00
每股净资产	2.39	2.50	2.78	3.02	3.27
每股销售收入	1.98	2.27	2.18	2.20	2.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼