

拟换股吸收启迪环境，立足河南放眼全国

城发环境 (000885)

事件

城发环境发布换股吸收启迪环境预案公告

城发环境发布换股吸收启迪环境预案公告，公司拟以 7.59 元/股的价格吸收合并启迪环境，城发环境的换股价格为 11.63 元/股，即 1 股启迪环境股份可换得 0.6526 股城发环境股份。未来在合并完成后，为构建黄河流域生态保护和高质量发展的科技集成平台，公司拟更名为黄河环境。

简评

拟换股吸收启迪环境，公司立足河南布局全国

城发环境为河南省财政厅控股的地方国企平台，主营业务为高速公路开发运营和基础设施投资建设及运营。公司凭借自身股东背景优势，积极拓展河南省内环保产业布局，以自身垃圾焚烧项目为基础，向上下游延伸，打造固废全产业链。启迪环境主营业务覆盖固废收集处置产业链及水务生态综合治理，与公司在环保领域的布局有较好的协同性。从此次重组预案来看，公司在启迪环境定价基准日前 20 个交易日均价 6.9 元/股的基础上给予 10% 的溢价率，最终确定以 7.59 元/股的价格吸收合并启迪环境。此外公司还拟采用询价方式向不超过 35 名特定投资者非公开发行 A 股募集配套资金不超过 27 亿元，用于偿还银行借款、补充流动资金、支付本次交易费用等。为了保护中小股东的利益，此次合并方案中设立收购请求权（针对城发环境）和现金选择权（针对启迪环境），即相应的异议股东可以以定价基准价将股票回售给城发环境。在合并及募集配套资金均完成后，不考虑收购请求权和现金选择权行权的影响，公司总股本将由之前的 6.42 亿股增长到 17.68 亿股，河南投资集团持股比例将由 56.47% 下降到 20.5%，仍为公司的控股股东。

合并后公司规模提升明显，短期内每股收益或被摊薄

根据三季报数据显示，目前城发环境和启迪环境的总资产分别为 114.5 亿和 448.4 亿元，净资产分别为 49 亿和 172.5 亿元，合并后公司资产规模将有明显提升，业务布局逐步向全国拓展。根据启迪环境 2020 年业绩预告，其 2020 年归母净利润为亏损 12.5 亿~15.7 亿元，业绩较去年同期大幅下滑。我们推算其四季度单季亏损在 14.78 亿至 17.98 亿元之间，或是由于大额资产减值所致。考虑到如果公司与启迪环境合并整合，相关资产优化整合

维持
买入
万炜, CFA

wanwei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: S1440514080001

SFC 中央编号: ASH820

高兴

gaoxing@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: S1440519060004

任佳玮

renjiawei@csc.com.cn

021-68821600

SAC 执证编号: S1440520070012

发布日期: 2021 年 01 月 24 日

当前股价: 10.98 元

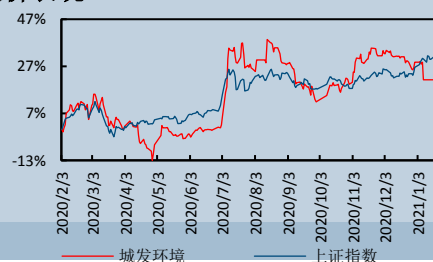
目标价格 6 个月: 15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.23/-12.87	3.2/-6.83	9.14/-12.03
12 月最高/最低价 (元)			14.2/8.4
总股本 (万股)			64,207.83
流通 A 股 (万股)			64,207.83
总市值 (亿元)			70.5
流通市值 (亿元)			70.5
近 3 月日均成交量 (万股)			402.06
主要股东			
河南投资集团有限公司			56.47%

股价表现



尚需时间，短期内城发环境的每股收益或被摊薄。

资产整合尚需多重审批流程，维持城发环境“买入”评级

考虑到此次资产整合事项尚需多重审批流程，未来进展尚存在一定的不确定性。在暂不考虑资产整合方面影响的前提下，我们看好公司快速增长的焚烧产能和环卫运营项目带来的持续增长。考虑到工程业务逐步确认收入，我们预计公司 2020—2022 年归母净利润分别为 5.98、11.74、12.42 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：高速公路收费政策调整风险；在建工程不及预期风险；重组不及预期风险

表 1：城发环境盈利预测（单位：百万元，元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2028.0	2263.0	3093.4	5374.1	4469.7
营业成本	819.5	952.3	1883.4	3193.2	2216.1
营业税金及附加	25.6	25.5	34.9	60.6	50.4
销售费用	21.8	10.5	14.4	16.1	17.9
管理费用	152.4	217.9	201.1	268.7	268.2
财务费用	193.3	166.1	170.1	188.1	178.8
资产减值损失	1.1	5.3	3.0	3.0	3.0
公允价值变动净收益	8.0	-3.1	0.0	0.0	0.0
投资净收益	10.3	13.1	10.0	10.0	10.0
其他收益	2.6	2.0	5.3	38.7	66.5
营业利润	835.2	895.7	801.9	1693.1	1811.9
营业外收入	0.3	1.0	2.0	2.0	2.0
营业外支出	29.3	35.2	5.0	15.0	5.0
利润总额	806.2	861.5	798.9	1680.1	1808.9
所得税	216.9	232.7	189.3	400.8	431.7
净利润	589.3	628.7	609.5	1279.3	1377.2
少数股东损益	6.8	4.6	12.0	105.0	135.0
归属母公司净利润	582.5	624.1	597.5	1174.3	1242.2
EPS	1.17	1.26	1.20	1.83	1.93

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

万炜, CFA: 公用事业及环保团队首席分析师, 华中科技大学经济学硕士。2014 年加入中信建投证券研究发展部, 2015-2016 年新财富煤炭行业最佳分析师第二名团队核心成员, 2017-2020 年新财富电力公用事业入围, 2018-2020 年金牛奖电力公用最佳行业分析师, 2019-2020 年 WIND 最佳电力公用分析师第一、水晶球前五。还曾获得过《第一财经》最佳公共事业分析师第一,《财经》公用事业最佳选股分析师等奖项。

高兴: 华中科技大学工学学士, 清华大学热能工程系硕士, 三年电力设备行业工作经验, 2017 年开始从事卖方研究工作。2018 年加入中信建投证券, 现任电力公用事业分析师。

任佳玮: 南京大学经济学学士, 复旦大学金融硕士, 2018 年加入中信建投证券, 现任公用环保行业研究助理。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk