

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年12月18日
市场数据

目前股价	9.85
总市值（亿元）	42.08
流通市值（亿元）	33.99
总股本（万股）	42,724
流通股本（万股）	34,508
12个月最高/最低	12.99/7.76

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

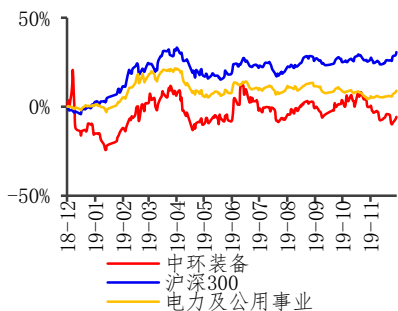
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：范杨春晓

s1070119040033

☎ 010-88366060

✉ fycx@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<积极参与长江大保护农村污水处理，业绩增量显著>> 2019-09-24

中标 21.7 亿元印度脱硫脱硝大单，交易对方履约能力较强

——中环装备（300140）公司动态点评
盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1901	1826	2282	2624	3018
(+/-%)	44.5%	-4.0%	25.0%	15.0%	15.0%
净利润	76	30	168	199	235
(+/-%)	-15.7%	-60.7%	461.9%	18.6%	18.3%
摊薄 EPS	0.18	0.07	0.39	0.47	0.55
PE	55	141	25.8	21.8	18.4

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 事件：** 中环装备昨晚公告中标 21.7 亿元印度脱硫脱硝大单。对此点评如下：
- 中环装备全资子公司六合天融，于近日与 ROSA POWER 和 SASAN POWER 分别签订烟气脱硫系统 EPC 总承包合同，合同总金额约为 3.1 亿美元，合 21.7 亿人民币。** 合同在发出 NTP（开工通知）后即生效，NTP 于合同签订六个月内发出，六合天融目前尚未收到开工通知。合同履行期间为（33+3）个月，其中 33 个月为工期，超出工期，3 个月为免责期。交易对方的股东 Reliance Power 为印度电力上市公司，在运机组容量达到 6000MW，2018 财年收入 95 亿人民币、净利润 10 亿人民币。公司此次合同金额约占 2018 年经审计营业收入总额的 119%，并将对公司未来几年净利润产生积极影响。
- 公司与众信嘉华签订《战略合作协议》，积极参与长江大保护农村污水处理。**
 - 合作开发销售 ECO 新型环保厕所等污水处理终端产品：** 双方在环保领域展开联合研发、生产、销售，包括在公司各地生产基地生产 ECO 新型环保厕所，粪污废弃物、动物尸体无害化处理，垃圾处理，污水、污泥、水域治理等领域系列产品以满足市场的需求。众信嘉华先期负责产品售后服务，待规模化生产后可交于公司。双方共同销售 ECO 系列产品，在开拓市场过程中，众信嘉华可以以公司名义进行推广，公司与政府签订合同、筹集资金、安排生产等。前期销售以众信嘉华为主，后期可以共同开展销售工作。
 - 围绕长江大保护沿线城市，助力农村人居环境整治：** 双方约定在长江大保护沿线九省两市（四川、湖南、湖北、江西、贵州、云南、浙江、江苏、安徽、上海、重庆）的销售工作由公司开展，助力全国农村人居环境整治工作，为实施乡村振兴战略、建设美丽中国做出新的贡献；同时双方立刻共同开拓张家口、长治、赤峰、锡林郭勒盟等地区市场。
 - 先期 50 万套 ECO 方便器订单明年 2 月末前交付，增厚利润总额 1 亿元：** ECO 方便器产品的生产单位为甲方子公司中节能（唐山）环保装备有限公司，初期生产 50 万台，自组织生产之日起，截至 2020 年 2 月

29日，唐山装备交付完毕50万套ECO方便器产品。本次战略合作中，预计先期50万套ECO方便器产品在生产合同履行期将为公司带来利润总额约1亿元，对2019年经营业绩将产生一定积极影响。

- **ECO由Ecology(生态)、Conservation(节能)和Optimization(优化)合成而得。ECO方便器是立足我国广大农村厕所症结导向，通过自主研发创造出的明星产品，机理是利用生物降解技术将粪便分解为水和二氧化碳，做到免水冲、零污染，实现如厕清洁卫生，是当前市场上最为先进的生态厕所之一。目前，ECO方便器已在我国农村安装了5000多台，该方便器投入使用后得到人们的认可，未来五年，中环装备计划以长江经济带沿线地区为核心，在全国广大农村及旅游地区推广ECO方便器和环保公厕，促进长江大保护水污染治理工作。**
- **ECO方便器及其他ECO系列产品均是以生物降解为核心技术，生物降解技术在发达国家的环保领域也得到了广泛应用，是生活垃圾实现无害化、减量化、资源化利用的重要手段。当前，国内正在大力推进垃圾分类工作，根据住建部等九部委《关于在全国地级及以上城市全面开展生活垃圾分类工作的通知》的要求，自2019年起在全国地级及以上城市全面启动生活垃圾分类工作；到2020年，46个重点城市基本建成生活垃圾分类处理系统；到2025年，全国地级及以上城市基本建成生活垃圾分类处理系统。**
- **据了解，中环装备与众信嘉华联合推出的ECO方便器是国内首款无水冲、零排放、无污染、无异味的环保厕所，它通过控制器、搅拌轴、发酵床、保温层等系统，综合运用微生物高温消纳降解和人工智能设备控制，实现无人值守、粪污自动化处理，可全面杀死有害病菌并杜绝病毒传染，是现代生物技术与人工智能技术的完美融合。ECO方便器取消了传统厕所的上下水系统，设计人性化、使用方便，具有节水、使用成本低、多场景环境适用、环保等特点，引领了未来厕所发展新趋势，实现了真正意义上的厕所革命。该产品的推广有利于改善乡村人居环境，提高生活品质，有效控制乡村生活污染，为“美丽乡村”建设做出巨大贡献。**
- **公司为央企中节能集团旗下唯一涉足环保的上市公司，中节能集团是长江大保护污染治理主体平台。中环装备控股股东为中国节能环保集团，中国节能环保集团有限公司是中央企业中唯一一家以节能环保为主业的产业集团，业务分布在国内30多个省市及境外60多个国家和地区。中国节能下属全资、控股子公司518家，A股上市公司4家——包括A股上市公司中环装备、万润股份、节能风电、太阳能等。而在这些上市公司中，中环装备是中国节能环保集团旗下唯一正式涉足环保产业的上市公司。作为以节能环保为主业的中央企业，中节能集团长期致力于让天更蓝、山更绿、水更清，让生活更美好。以“共抓大保护，不搞大开发”重要指示精神为指引，中节能集团认真践行长江大保护污染治理主体平台企业责任，全力投入这场攻坚战。**
- **2019年9月18日，水利部长江水利委员会与中节能集团在武汉召开座谈会，共同签署《“共抓长江大保护 力推生态长江建设”战略合作协议》，充分发挥长江委的流域管理作用和中国节能的污染治理主体平台作用，深入推进长江水生态环境保护与修复，为长江母亲河永葆生机活力提供坚实**

有力的支撑与保障。长江委主任马建华主持座谈会，中国节能总经理余红辉出席会议。长江委副主任胡甲均、中国节能副总经理刘大军代表双方签署协议。协议明确，双方将以习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大精神为指导，深入贯彻落实习近平总书记关于推动长江经济带发展系列重要讲话精神，充分发挥长江委专业、技术、人才优势和中国节能项目、资源、市场优势，强化协商合作、突出优势互补、增强整体合力，全力推进生态长江建设。双方将重点推进水生态环境系统治理、水资源高效利用、水生态环境协同监测、基础信息共建共享、科技创新协同、业务交流合作等方面合作，以期达到长江流域水生态环境质量有效提升、水资源节约利用有效推进、协同监测逐步强化、信息共享机制稳步建立、科技协作日益深化、业务交流合作不断加强等目标。

- **兆盛环保 2018 年 12 月 31 日并表，强化公司污水处理装备实力。**2018 年 12 月，公司发行股份及支付现金购买资金暨重大资产重组事项获核准，重大资产重组顺利实施，兆盛环保成为公司控股子公司，于 2018 年 12 月 31 日纳入公司合并范围。兆盛环保主营业务中非标产品占比超过 80%，能够适应不同水处理场景的需求，为各种业主、建设、运营企业提供污水处理设备。本次交易完成后，兆盛环保的污水处理环保设备业务将对上市公司的主营业务形成良性补充，有助于进一步完善上市公司环保装备制造业务布局，实现并巩固其污水处理设备领域优势地位，同时对上市公司的环境监测等现有环保装备业务形成有效支持和补充，有利于上市公司构建城市、乡村、河道流域水环境治理的多层次产业链布局，进一步提升水环境治理专业化水平，并为其环保装备业务的整合及产业链延伸提供支持。兆盛环保 2017 年度、2018 年度和 2019 年度业绩承诺分别为 5800 万元、6703 万元和 7904 万元，兆盛环保 2018 年度承诺数完成金额为 6970 万元，完成率 103.99%。
- **环保装备弹性标的，维持推荐评级。**预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.39、0.47、0.55 元，对应市盈率 26、22、18 倍。公司为央企中节能集团旗下唯一涉足环保的上市公司，而中节能集团是长江大保护污染治理主体平台。公司与众信嘉华签订《战略合作协议》，积极参与长江大保护农村污水治理。先期 50 万套 ECO 方便器订单明年 2 月末前交付，增厚利润总额 1 亿元。
- **风险提示：**订单获取或低于预期，现金流回款时间或高于预期。

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1901.42	1825.71	2282.14	2624.46	3018.13
营业成本	1507.75	1373.88	1540.45	1771.51	2037.24
营业费用	70.18	76.34	95.43	109.74	126.21
管理费用	150.32	136.35	170.44	196.00	225.40
研发费用	0.00	56.07	70.09	80.60	92.69
财务费用	38.41	57.56	72.51	82.76	93.69
其他收益	19.82	11.49	11.49	11.49	11.49
投资净收益	-4.31	-6.75	-6.61	-6.61	-6.61
营业利润	89.20	56.49	261.64	310.21	366.94
营业外收支	3.02	-0.06	-0.28	-0.28	-0.28
利润总额	92.22	56.43	261.36	309.94	366.66
所得税	18.62	21.55	65.34	77.48	91.67
少数股东损益	-2.38	5.02	28.23	33.48	39.61
净利润	75.98	29.86	167.79	198.97	235.39

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2820.57	4176.90	4171.18	5335.32	5590.46
货币资金	237.99	274.18	228.21	262.45	301.81
应收票据及应收账款合计	1260.34	2065.18	2091.72	2688.72	2808.79
其他应收款	67.87	133.73	118.27	171.53	161.75
存货	841.80	1214.39	1091.09	1560.21	1488.79
非流动资产	828.05	1415.64	1539.51	1608.64	1673.90
固定资产	417.04	438.01	532.82	601.12	667.43
资产总计	3648.62	5592.54	5710.69	6943.96	7264.36
流动负债	2072.31	3437.17	3308.12	4312.45	4361.90
短期借款	520.00	931.99	1331.40	1194.88	1658.64
应付账款	841.26	1234.24	1092.90	1583.31	1494.33
非流动负债	71.13	137.73	137.33	133.81	129.76
长期借款	30.00	60.80	60.40	56.88	52.83
负债合计	2143.44	3574.90	3445.45	4446.26	4491.66
股东权益	1505.18	2017.65	2213.67	2446.12	2721.12
股本	345.15	375.67	427.24	427.24	427.24
留存收益	463.62	476.22	672.24	904.70	1179.70
少数股东权益	179.15	185.10	213.33	246.81	286.42
负债和股东权益	3648.62	5592.54	5710.69	6943.96	7264.36

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-69.12	-118.48	-221.86	395.62	-181.41
其中营运资本减少	-232.78	-338.74	-549.57	10.60	-630.42
投资活动现金流	-125.61	-120.37	-183.05	-138.94	-145.58
资本支出	140.99	140.83	125.99	70.75	66.87
筹资活动现金流	83.51	236.83	358.94	-222.45	366.35
现金净增加额	-111.43	-2.07	-45.97	34.23	39.37

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	44.5%	-4.0%	25.0%	15.0%	15.0%
营业成本增长	60.5%	-8.9%	12.1%	15.0%	15.0%
营业利润增长	-12.4%	-36.7%	363.1%	18.6%	18.3%
利润总额增长	-24.8%	-38.8%	363.2%	18.6%	18.3%
净利润增长	-15.7%	-60.7%	461.9%	18.6%	18.3%
获利能力					
毛利率(%)	20.7%	24.7%	32.5%	32.5%	32.5%
销售净利率(%)	3.9%	1.9%	8.6%	8.9%	9.1%
ROE(%)	4.9%	1.7%	8.9%	9.5%	10.1%
ROIC(%)	5.2%	2.1%	7.2%	8.4%	8.2%
营运效率					
销售费用/营业收入	3.7%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
管理费用/营业收入	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用/营业收入	0.0%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
财务费用/营业收入	0.0%	2.0%	3.2%	3.2%	3.2%
投资收益/营业利润	-4.8%	-11.9%	-2.5%	-2.1%	-1.8%
所得税/利润总额	20.2%	38.2%	25.0%	25.0%	25.0%
应收账款周转率	1.75	1.10	1.10	1.10	1.10
存货周转率	1.77	1.34	1.34	1.34	1.34
流动资产周转率	0.73	0.52	0.55	0.55	0.55
总资产周转率	0.56	0.40	0.40	0.41	0.42
偿债能力					
资产负债率(%)	58.7%	63.9%	60.3%	64.0%	61.8%
流动比率	1.36	1.22	1.26	1.24	1.28
速动比率	0.76	0.72	0.74	0.72	0.75
每股指标(元)					
EPS	0.18	0.07	0.39	0.47	0.55
每股净资产	3.10	4.29	4.68	5.15	5.70
每股经营现金流	-0.14	-0.43	-0.52	0.93	-0.42
每股经营现金/EPS	-0.80	-6.17	-1.32	1.99	-0.77
估值比率					
P/E	57.08	145.23	25.84	21.79	18.42
PEG	0.80	3.97	1.04	0.47	0.19
P/B	3.27	2.37	2.17	1.97	1.78
EV/EBITDA	28.52	31.99	16.36	13.50	12.44
EV/SALES	2.59	2.92	2.54	2.15	2.02
EV/IC	24.76	2.50	1.83	1.67	1.60
ROIC/WACC	0.94	0.39	1.32	1.48	1.50
REP	2.65	4.68	1.27	1.08	0.97

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>