

2020年10月13日

业绩逐步兑现，看好未来持续高增长

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:	19.02/11.05
目标价格:		总市值(亿)	30.35
最新收盘价:	17.77	自由流通市值(亿)	25.75
		自由流通股数(百万)	144.91

事件概述

2020年10月13日，公司披露2020年三季度报告，年初至报告期末实现营业收入6.50亿元，同比增长51.23%；实现归母净利润0.96亿元，同比增长58.73%；实现基本每股收益0.58元。

分析判断：

▶ 三季度高速增长持续兑现，全年业绩获可靠保障。

公司前季度累计实现营收6.50亿元，同比增长51.23%；实现归母净利润0.96亿元，同比增长58.73%。细看每个季度，公司一季度受疫情影响，实现营收1.02亿元，同比增长15.81%；实现归母净利润0.14亿元，同比增长35.08%，增速表现低于公司平均水准。进入二季度，随着公司水环境治理项目顺利推进，污水处理业务规模不断扩大，公司单季度实现营业收入2.38亿元，实现归母净利润0.38亿元，增幅明显。三季度，公司持续维持高增长态势，单季度实现营业收入3.10亿元，同比增长45.56%，实现归母净利润0.44亿元，同比增长46.30%。四季度公司在建污水处理项目稳步推进，固废处置业务产能爬坡逐步完成，公司全年业绩有望维持高速增长。

▶ 固废业务如期推进，强化双主业发展。

2020年初，公司首个生活垃圾焚烧发电项目（德江项目）顺利投产，运行状况正常，各种生产指标均处行业较高水平，项目效益良好。三季度，公司投建的惠民垃圾发电项目于8月28日顺利并网发电，如期实现锅炉点火、汽轮机冲、机组并网均一次成功的三大节点工作，公司垃圾焚烧项目迈入了崭新的局面。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，有计划的投建不会给公司财务带来压力，建成后将极大提升公司垃圾焚烧处置水平。污泥处置方面，全椒项目二季度已经进入试生产阶段，污泥处置效果较好，产品质量达到规定标准；兰考项目、泰安项目和宁阳项目也在顺利推进中。此外，公司与上海康恒环境股份有限公司达成战略合作伙伴关系，双方在垃圾焚烧发电领域开展合作，有助于公司在固体废物处置、垃圾处置等业务领域获取更多的业务资源和支持，强化公司固废业务处置能力，形成“污水+固废”双主业发展。

▶ 毛利率虽环比略有下滑，但公司净利润率维持平稳。

2020年前三季度，公司水务运营规模增长及固废项目陆续投产，公司营收大幅增长，规模增加导致公司营业成本同向增长，报告期内实现营业成本4.44亿元，同比增长47.09%，环比上半年增长101.57%，略快于营收的环比增速（91.35%），致前三季度毛利率较上半年下滑3.46个百分点。费用方面细分来看，增长最为明显的是财务费用，期内实现财务费用0.48亿元，同比增长了86.99%，主要系融资规模增加和计提可转债利息所致，预计后续随着转债的赎回或转股，财务费用将有所下降。管理费用也随着规模增长而增加，期内实现0.16亿元，同比增长30.03%，但总体看来公司净利润率仍维持在平稳水平，并未出现较大波动。公司目前以EPC类订单和运营类项目收入为主，预计毛利率及净利率都将较平稳。公司9月公开调研记录显示，截至9月下旬公司的工程类订单约有7个多亿，投资类订单有20多个亿，充足的在手订单将保障公司业绩增长。

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。同

时，公司与康恒环境的战略合作将促进公司产业布局稳步拓宽，非公开发行获批将保障公司运营管理更加稳健。预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 10.31/15.15/22.1 亿元，同比增长 57.6%/47%/45.9%；归母净利润分别为 1.56/2.36/3.34 亿元，分别增长 60.6%/51.7%/41.2%；对应 EPS 为 0.91 元、1.39 元、1.96 元；PE 为 19/13/9 倍，维持“买入”评级，强烈推荐。

风险提示

- 1) 市场竞争加剧，新增订单获取不及预期；
- 2) 疫情二次爆发影响工程建设，在手订单推进不及预期；
- 3) 垃圾焚烧新建项目产能利用率不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	390	654	1,031	1,515	2,210
YoY (%)	67.8%	67.6%	57.6%	47.0%	45.9%
归母净利润(百万元)	60	97	156	236	334
YoY (%)	19.2%	60.7%	60.6%	51.7%	41.2%
毛利率 (%)	31.2%	30.2%	29.2%	29.7%	28.7%
每股收益 (元)	0.35	0.57	0.91	1.39	1.96
ROE	8.0%	10.4%	11.6%	12.3%	12.4%
市盈率	50.21	31.25	19.46	12.83	9.09

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：晏溶

研究助理：周志璐

SAC NO: S1120519100004

邮箱：zhouz11@hx168.com.cn

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	654	1,031	1,515	2,210	净利润	101	164	248	350
YoY (%)	67.6%	57.6%	47.0%	45.9%	折旧和摊销	9	8	7	7
营业成本	457	730	1,065	1,577	营运资金变动	-295	36	213	272
营业税金及附加	7	13	18	27	经营活动现金流	-146	214	473	632
销售费用	3	6	8	12	资本开支	-174	-575	-661	-936
管理费用	18	28	41	60	投资	-165	-171	-100	-50
财务费用	38	55	79	108	投资活动现金流	-337	-743	-758	-981
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	290	0	0	0
投资收益	1	3	4	5	债务募资	533	675	500	650
营业利润	119	200	301	424	筹资活动现金流	598	665	490	640
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	114	136	205	291
利润总额	119	200	301	424	主要财务指标				
所得税	18	36	52	73	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	101	164	248	350	成长能力				
归属于母公司净利润	97	156	236	334	营业收入增长率	67.6%	57.6%	47.0%	45.9%
YoY (%)	60.7%	60.6%	51.7%	41.2%	净利润增长率	60.7%	60.6%	51.7%	41.2%
每股收益	0.57	0.91	1.39	1.96	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	30.2%	29.2%	29.7%	28.7%
货币资金	182	318	524	814	净利率	15.5%	15.9%	16.4%	15.9%
预付款项	8	14	19	29	总资产收益率 ROA	3.6%	3.8%	4.2%	4.3%
存货	72	174	223	332	净资产收益率 ROE	10.4%	11.6%	12.3%	12.4%
其他流动资产	390	540	746	1,018	偿债能力				
流动资产合计	652	1,046	1,512	2,194	流动比率	0.76	0.91	0.93	0.96
长期股权投资	2	2	2	2	速动比率	0.67	0.75	0.78	0.80
固定资产	105	395	770	1,234	现金比率	0.21	0.28	0.32	0.36
无形资产	21	362	770	1,450	资产负债率	61.4%	64.2%	63.7%	63.4%
非流动资产合计	2,018	3,015	4,116	5,533	经营效率				
资产合计	2,670	4,061	5,628	7,726	总资产周转率	0.24	0.25	0.27	0.29
短期借款	165	165	165	165	每股指标 (元)				
应付账款及票据	372	544	815	1,209	每股收益	0.57	0.91	1.39	1.96
其他流动负债	315	436	639	908	每股净资产	5.46	7.89	11.29	15.79
流动负债合计	853	1,146	1,619	2,282	每股经营现金流	-0.86	1.25	2.77	3.70
长期借款	442	1,117	1,617	2,267	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	347	347	347	347	估值分析				
非流动负债合计	788	1,463	1,963	2,613	PE	31.25	19.46	12.83	9.09
负债合计	1,641	2,609	3,583	4,895	PB	2.31	2.25	1.57	1.13
股本	165	165	165	165					
少数股东权益	97	105	117	133					
股东权益合计	1,030	1,452	2,046	2,831					
负债和股东权益合计	2,670	4,061	5,628	7,726					

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。

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。