

强烈推荐-A (维持)

中环环保 300692.SZ

目标估值: 17.5-19.5 元

当前股价: 14.3 元

2020 年 12 月 29 日

收购增厚较多, 未来发展确定性增强

基础数据

上证综指	3397
总股本 (万股)	22303
已上市流通股 (万股)	15679
总市值 (亿元)	32
流通市值 (亿元)	22
每股净资产 (MRQ)	4.9
ROE (TTM)	12.2
资产负债率	60.4%
主要股东	张伯中
主要股东持股比例	15.94%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中环环保 (300692) — 收入利润高速增长, 双主业格局稳步拓展》2020-07-27
- 2、《中环环保 (300692) — 收入利润高速增长, 资本运作增强业务实力》2020-04-22
- 3、《中环环保 (300692) — 稳步成长的环境治理综合服务商》2019-12-02

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

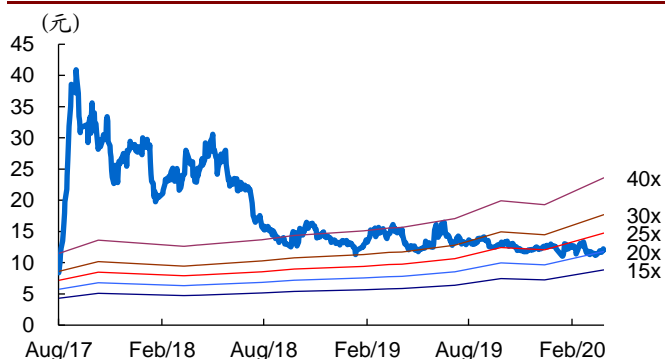
2020 年 12 月 28 日, 中环环保发布公告称拟与上海昌燊投资中心、厦门坤茂智强股权投资合伙企业、上海中电投融和新能源投资管理中心和王剑签订《股权收购框架协议》, 以 4.56 亿元分两次收购转让方持有的上海泷碟新能源科技有限公司 100% 股权。目标公司泷碟新能源下属项目公司拥有石家庄垃圾环保发电项目 30 年特许经营权, 项目设计总处理能力为 1200 吨/天, 2020 年 5 月已达产运行。

点评:

- 本次收购项目已投入运营, 对未来业绩增厚较多。通过本次收购, 公司将大幅提升在垃圾焚烧发电板块的日处理能力和运营规模, 可以进一步提升公司的市场占有率以及盈利能力。根据公告显示, 本项目两条生产线于 2020 年 1 月投入试运营, 已于 2020 年 5 月达产运行。项目在特许经营期限内预计可实现营收约 1 亿元/年-1.4 亿元/年, 净利润约 4000 万元/年-7000 万元/年, 相对于公司 2020 年 1.5 亿元左右的预期利润, 增厚幅度为 26.67%-46.67%。
- 公司两年一期收入业绩均高速增长, 毛利率略有提升, 成本管控使费用率小幅下降。2018 年和 2019 年, 公司分别实现主营业务收入 3.9 亿元和 6.54 亿元, 同比增长率为 67.78% 和 67.59%; 分别实现归母净利润 6044.47 万元和 9711.21 万元, 同比增长 19.25% 和 60.66%; 公司综合毛利率分别达到 30.12% 和 30.16%, 处于加速发展。2020 年 1-9 月, 公司业绩保持高速提升, 实现营业收入 6.5 亿元, 同比增长 51.23%; 实现归母净利润 9619.84 万元, 同比增长 58.73%。公司克服疫情影响, 仍实现收入业绩的高速增长体现了强劲的业务实力以及丰厚的项目储备。报告期内, 公司综合毛利率 31.72%, 较去年同期 29.8% 同比上升 1.92pct。同时 2020 年 1-9 月三项费用率 (含研发费用) 之和为 12.21%, 较上年同期下降 0.17pct, 其中, 财务费用率为 7.32%, 同比上升 1.4pct, 管理费用率为 2.53%, 同比下降 0.41pct, 销售费用率 0.3%, 同比下降 0.09pct, 研发费用率为 2.06%, 同比下降 1.07pct。公司成本管控效果初显, 同时国家出台对企业在税收等方面的扶持政策, 叠加公司本身收入结构优化使毛利率继续提升, 都对公司的利润形成了积极影响。

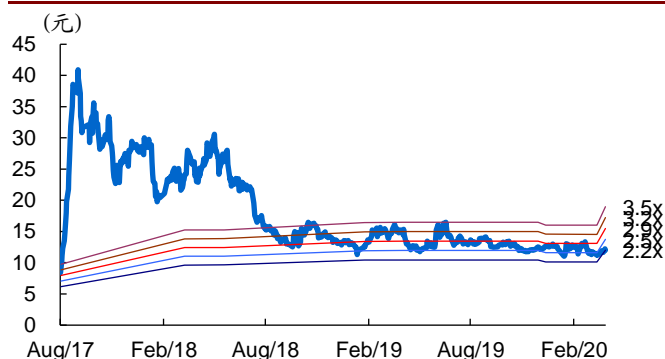
- **可转债及非公开增发完成，积极开展资本运作，巩固行业地位，提升公司实力。**2019年6月，公司发行290万张可转债，总募集资金额2.9亿元，对应募投项目为“桐城市农村生活污水处理PPP项目”和“阳信县河流镇陆港物流园区污水处理厂工程PPP项目”。2020年公司通过非公开发行股票方式募集资金5.5亿元，用于“惠民县生活垃圾焚烧发电项目”和“泰安市岱岳新兴产业园供排水一体化PPP项目”，使公司在水处理领域保持高速增长的同时，能继续开疆拓土进入到固废资源化领域，进一步建立公司自身在环境治理领域的优势。同时，两次融资所募集的资金也能优化公司的财务结构，使公司有更强的抵御市场风险能力及项目选择能力。
- **在手订单逐步释放、业务疆域不断扩张，都将保障公司高速增长态势。**随着“惠民600吨/日垃圾发电项目”、“山东杨新河流项目”等多个项目的顺利投产，公司预计在垃圾焚烧方面可实现1000吨/日的增长；在污水处理方面将实现20万吨/天的运营规模，公司整体运营和项目收入都将实现持续增长。并且在上半年，公司成功拓展了大气监测、渗滤液等相关领域的环境工程订单，其除了在后续对业绩有所贡献外，也将有助于公司积累项目经验，进一步在新领域中深耕，增加公司收入的多样可能性。公司在工程和投资两方面的项目都储备充足，各项目的逐步实施、落地、投产一般需要一至三年时间，在此期间的逐步释放将会对目前呈现的业绩高速增长态势有所保障。
- **盈利预测与投资建议：**公司近年来发展势头良好，2019年、2020年至今收入业绩均高速增长，运营规模进一步提升，在手订单充足，有力保障未来业绩弹性，同时能充分利用资本市场的力量，助力公司业务规模和业绩快速提升，长期发展向好。我们预测2020~2022年EPS分别为0.67、1.03、1.34元，目前股价对应PE分别为21.2、13.9、10.7倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**收购进展不及预期；垃圾焚烧发电项目建设不及预期；新签订单进展不及预期；市场竞争加剧导致毛利率下降风险；现金流紧张风险；应收账款回收风险；大盘系统性风险等。

图 1：中环环保历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：中环环保历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	374	652	974	1297	1576
现金	91	182	318	290	274
交易性投资	0	20	20	20	20
应收票据	4	4	6	10	12
应收款项	97	193	262	407	529
其它应收款	54	62	94	145	189
存货	61	72	97	150	195
其他	67	118	177	275	358
非流动资产	1369	2018	2400	2586	2814
长期股权投资	0	2	2	2	2
固定资产	79	105	127	147	166
无形资产	69	54	345	410	469
其他	1221	1857	1927	2027	2177
资产总计	1743	2670	3375	3883	4390
流动负债	485	853	819	1133	1398
短期借款	91	165	0	0	0
应付账款	195	372	552	855	1111
预收账款	11	11	16	25	32
其他	187	305	251	253	255
长期负债	429	788	788	788	788
长期借款	290	442	442	442	442
其他	138	347	347	347	347
负债合计	913	1641	1607	1921	2186
股本	160	165	223	223	223
资本公积金	362	457	990	990	990
留存收益	230	311	451	636	866
少数股东权益	78	97	103	113	126
归属于母公司所有者权益	753	933	1664	1849	2079
负债及权益合计	1743	2670	3375	3883	4390

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(224)	(146)	218	323	430
净利润	60	97	150	229	299
折旧摊销	6	9	14	45	53
财务费用	12	37	60	88	110
投资收益	(1)	(1)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(306)	(290)	(10)	(57)	(49)
其它	5	2	20	34	33
投资活动现金流	(142)	(337)	(383)	(217)	(267)
资本支出	(86)	(189)	(400)	(234)	(284)
其他投资	(56)	(148)	16	16	16
筹资活动现金流	386	598	302	(133)	(179)
借款变动	377	340	(220)	0	0
普通股增加	53	5	58	0	0
资本公积增加	(53)	95	533	0	0
股利分配	(5)	(6)	(10)	(45)	(69)
其他	15	165	(60)	(88)	(110)
现金净增加额	20	114	136	(27)	(16)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	390	654	981	1520	1976
营业成本	268	457	677	1050	1363
营业税金及附加	5	7	11	17	22
营业费用	3	3	5	7	9
管理费用	15	18	27	42	55
研发费用	13	21	32	50	65
财务费用	15	38	60	88	110
资产减值损失	(8)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	13	14	14	14	14
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	78	119	185	283	368
营业外收入	2	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	79	119	185	283	368
所得税	15	18	28	43	57
少数股东损益	4	4	6	10	13
归属于母公司净利润	60	97	150	229	299

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	68%	68%	50%	55%	30%
营业利润	5%	53%	55%	53%	30%
净利润	12%	61%	55%	53%	30%
获利能力					
毛利率	31.2%	30.2%	31.0%	31.0%	31.0%
净利率	15.5%	14.9%	15.3%	15.1%	15.1%
ROE	8.0%	10.4%	9.0%	12.4%	14.4%
ROIC	6.0%	7.9%	9.4%	13.0%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	52.4%	61.4%	47.6%	49.5%	49.8%
净负债比率	24.2%	24.8%	13.1%	11.4%	10.1%
流动比率	0.8	0.8	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
存货周转率	4.1	6.9	8.0	8.5	7.9
应收帐款周转率	5.2	4.4	4.2	4.4	4.1
应付帐款周转率	1.9	1.6	1.5	1.5	1.4
每股资料 (元)					
EPS	0.38	0.59	0.67	1.03	1.34
每股经营现金	-1.40	-0.89	0.98	1.45	1.93
每股净资产	4.70	5.66	7.46	8.29	9.32
每股股利	0.04	0.06	0.20	0.31	0.40
估值比率					
PE	37.8	24.2	21.2	13.9	10.7
PB	3.0	2.5	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	46.0	27.2	17.3	10.8	8.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：中国证券业协会 2020 投研人才培养讲师；《金牛奖》2020 年环保行业最佳分析师第三名，2019 年第二名；《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。