

城发环境

000885.SZ

审慎增持 (维持)

子公司中标 1.32 亿元村镇垃圾收运项目，
有望与垃圾电厂项目形成协同

2020 年 09 月 20 日

市场数据

| 市场数据日期 | 2020-09-18 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 10.81 |
| 总股本(百万股) | 642 |
| 流通股本(百万股) | 642 |
| 总市值(百万元) | 6941 |
| 流通市值(百万元) | 6941 |
| 净资产(百万元) | 3385 |
| 总资产(百万元) | 9727 |
| 每股净资产 | 5.97 |

相关报告

《【兴证环保公用】城发环境深度：坐拥优质现金流平台，乘风破浪的垃圾焚烧新星》
2020-07-09

《【兴业环保公用】垃圾焚烧行业深度报告：订单驱动到业绩驱动，垃圾焚烧行业四问四答》
2020-01-06

分析师：

蔡屹

cai yi@xyzq.com.cn

S0190518030002

研究助理：

苗蒙

miaomeng@xyzq.com.cn

主要财务指标

| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2263 | 2095 | 2989 | 3686 |
| 同比增长(%) | 12% | -7% | 43% | 23% |
| 净利润(百万元) | 624 | 459 | 809 | 1008 |
| 同比增长(%) | 7% | -26% | 76% | 24% |
| 毛利率(%) | 57.9% | 52.1% | 57.3% | 56.0% |
| 净利润率(%) | 27.6% | 21.9% | 27.1% | 27.3% |
| 净资产收益率(%) | 20.9% | 10.1% | 15.3% | 16.2% |
| 每股收益(元) | 1.26 | 0.71 | 1.26 | 1.57 |
| 每股经营现金流(元) | 2.39 | 1.65 | 2.89 | 3.34 |

投资要点

事件：河南省政府采购网消息，9月18日，商水县村镇垃圾收运项目公布中标结果，城发环境全资子公司城发新环卫以2648万元/年的价格成交。商水县村镇垃圾收运项目服务期5年，项目合同金额1.324亿元，服务范围与内容包括：商水县下辖21个乡镇，3个街道办事处部分行政村的日常垃圾收集、垃圾清运、20座垃圾中转站的运维管理。

布局上游环卫、收运业务，有望与垃圾电厂形成协同效应。截至2020年9月18日，城发环境共中标漯河市生活垃圾分类试点运营项目、内黄县农村生活垃圾保洁清运项目、滑县农村环卫保洁项目、郑州市中原区建设路街道办事处道路清扫保洁及垃圾分类市场化项目及商水县村镇垃圾收运项目。项目建成后有望与公司位于当地在建/筹建的生活垃圾焚烧发电项目形成协同效应。

乘风破浪的垃圾焚烧新星。河南省高人口基数保障垃圾清运量，低焚烧率下潜在需求空间大，河南省中长期专项规划驱动下，垃圾焚烧产能扩张空间大：全省生活垃圾焚烧处理能力2020年达到3.2万吨/日以上（焚烧率40%以上），2030年达到8.4万吨/日左右（焚烧率70%左右）。城发环境拿单能力强劲，2019年中标项目约占全省中标项目总规模的42%（含二期），且多项目列入2020年省重点建设项目名单。通过单体模型搭建及敏感性测算，我们预计2019年中标的1.29万吨/日首期项目投产后，城发环境毛利润增幅在35%~50%（以2019年为基准）。

投资建议：维持“审慎增持”评级。城发环境背靠河南投资集团，高速+环保双主业雏形初现。高速板块提供稳定高质量现金流，拿单能力强劲+乘省中长期专项规划政策之风，公司有望成为河南垃圾焚烧新星，中长期利润及估值中枢有望抬升。我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.71/1.26/1.57元/股，增速-43%/76%/25%，对应9月18日PE估值15.1/8.6/6.9倍。维持“审慎增持”评级。

风险提示：政策风险、项目建设进度不及预期、项目运营不及预期。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|---------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 1189 | 2406 | 2524 | 3346 | 营业收入 | 2263 | 2095 | 2989 | 3686 |
| 现金 | 762 | 1943 | 2022 | 2728 | 营业成本 | 952 | 1003 | 1275 | 1621 |
| 应收账款 | 155 | 170 | 196 | 294 | 营业税金及附加 | 26 | 25 | 35 | 43 |
| 其他应收款 | 42 | 33 | 50 | 61 | 营业费用 | 11 | 14 | 18 | 23 |
| 预付账款 | 4 | 4 | 5 | 7 | 管理费用 | 218 | 235 | 275 | 335 |
| 存货 | 8 | 13 | 14 | 19 | 财务费用 | 166 | 171 | 269 | 347 |
| 其他流动资产 | 218 | 243 | 236 | 237 | 资产减值损失 | -5 | -4 | -4 | -4 |
| 非流动资产 | 7809 | 9971 | 13838 | 14798 | 公允价值变动收益 | -3 | 1 | -1 | -0 |
| 长期投资 | 36 | 36 | 36 | 36 | 投资净收益 | 13 | 12 | 13 | 12 |
| 固定资产 | 6005 | 6086 | 6369 | 6597 | 营业利润 | 896 | 667 | 1136 | 1335 |
| 无形资产 | 416 | 2523 | 6097 | 6843 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他非流动资产 | 1351 | 1326 | 1336 | 1322 | 营业外支出 | 35 | 33 | 34 | 34 |
| 资产总计 | 8998 | 12378 | 16362 | 18145 | 利润总额 | 861 | 634 | 1103 | 1303 |
| 流动负债 | 2565 | 2441 | 2543 | 2590 | 所得税 | 233 | 171 | 287 | 287 |
| 短期借款 | 292 | 311 | 304 | 306 | 净利润 | 629 | 463 | 816 | 1016 |
| 应付账款 | 1192 | 1076 | 1115 | 1102 | 少数股东损益 | 5 | 4 | 7 | 8 |
| 其他流动负债 | 1081 | 1053 | 1124 | 1181 | 归属母公司净利润 | 624 | 459 | 809 | 1008 |
| 非流动负债 | 3105 | 5057 | 8169 | 8970 | EBITDA | 1483 | 1420 | 2175 | 2544 |
| 长期借款 | 2562 | 4483 | 7604 | 8404 | EPS(元) | 1.26 | 0.71 | 1.26 | 1.57 |
| 其他非流动负债 | 543 | 575 | 565 | 567 | | | | | |
| 负债合计 | 5670 | 7498 | 10712 | 11560 | | | | | |
| 少数股东权益 | 335 | 339 | 346 | 354 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 496 | 642 | 642 | 642 | 会计年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 资本公积 | 55 | 1061 | 1061 | 1061 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 2441 | 2838 | 3601 | 4528 | 营业收入 | 11.6% | -7.4% | 42.7% | 23.3% |
| 归属母公司股东权益 | 2993 | 4541 | 5304 | 6231 | 营业利润 | 7.4% | -25.6% | 70.5% | 17.5% |
| 负债和股东权益 | 8998 | 12378 | 16362 | 18145 | 归母净利润 | 7.4% | -26.5% | 76.5% | 24.5% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 57.9% | 52.1% | 57.3% | 56.0% |
| | | | | | 净利率(%) | 27.6% | 21.9% | 27.1% | 27.3% |
| | | | | | ROE(%) | 20.9% | 10.1% | 15.3% | 16.2% |
| | | | | | ROIC(%) | 14.0% | 7.9% | 9.0% | 10.4% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 63.0% | 60.6% | 65.5% | 63.7% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 62.0% | 72.8% | 80.0% | 81.1% |
| | | | | | 流动比率 | 0.46 | 0.99 | 0.99 | 1.29 |
| | | | | | 速动比率 | 0.46 | 0.98 | 0.99 | 1.28 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.26 | 0.20 | 0.21 | 0.21 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 21 | 13 | 16 | 15 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 0.94 | 0.88 | 1.16 | 1.46 |
| | | | | | 每股指标(元,最新摊薄) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 1.26 | 0.71 | 1.26 | 1.57 |
| | | | | | 每股经营现金流 | 2.39 | 1.65 | 2.89 | 3.34 |
| | | | | | 每股净资产 | 4.66 | 7.07 | 8.26 | 9.70 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 11.1 | 15.1 | 8.6 | 6.9 |
| | | | | | P/B | 2.3 | 1.5 | 1.3 | 1.1 |
| | | | | | EV/EBITDA | 6.3 | 6.5 | 4.3 | 3.6 |

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100033 | 邮编：518035 |
| 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn | 邮箱：research@xyzq.com.cn |