资源与环境研究中心

城发环境 (000885.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）： 11.66 元
目标价格（人民币）：14.93 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.42
已上市流通 A 股(亿股)	6.42
总市值(亿元)	74.87
年内股价最高最低(元)	12.53/7.87
沪深 300 指数	5514
深证成指	15356

相关报告

1.《公司点评报告-连中运营大单，再造城发逻辑逐步兑现》，2020.11.30

2.《三季报前瞻点评-经营恢复迅速，Q3 业绩预告符合预期》，2020.10.19

3.《首获餐厨项目，园区化战略进行时-首获餐厨项目，园区化战略进行...》，2020.10.9

4.《高速经营全面恢复，环保业绩大幅增长-高速经营全面恢复，环保业...》，2020.8.30

5.《省级平台优势显著，环保新业务再造城发-省级平台优势显著，环保...》，2020.8.26

牛波 分析师 SAC 执业编号：S1130520060001
niubo@gjzq.com.cn

新项目投运喜迎开门红，再造城发进行时

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,028	2,263	3,256	4,929	5,959
营业收入增长率	-57.04%	11.58%	43.88%	51.38%	20.90%
归母净利润(百万元)	582	624	626	939	1,140
归母净利润增长率	-3.38%	7.15%	0.35%	49.93%	21.40%
摊薄每股收益(元)	1.173	1.257	0.975	1.462	1.775
每股经营性现金流净额	2.50	2.39	2.85	3.48	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	23.43%	20.85%	13.13%	16.45%	16.65%
P/E	6.11	8.74	11.95	7.97	6.57
P/B	1.43	1.82	1.57	1.31	1.09

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 鹤壁和汝南两个垃圾焚烧发电项目投产，公司订单即将进入密集投产期。

经营分析

■ **两个项目投产，合计 1600 吨/日：**1）汝南县生活垃圾焚烧发电项目一期 600 吨/日（总规模 900 吨/日）于 12 月 26 日并网发电，回报机制为处理费 69 元/吨，日保底量 480t/d，年运行时间不少于 333 天；2）鹤壁市静脉产业园一期 1000 吨/日项目 1#机组于 12 月 31 日投运（2#将于 1 月 31 日投产），项目除发电设备外另设置 2 台余热锅炉，单台额定蒸发量为 45t/h，每年可处理生活垃圾 33.3 万吨，扣除自用电外，额定工况下每年最大可向电网供电 1.156×10^8kWh（经计算约为扣除自用后吨发 350 度）。

■ **在手订单充足，今年进入项目密集投产期：**公司 2019 年正式转型环保开始订单爆发式增长，目前垃圾焚烧在手订单合计约 2.5 万吨/日（其中一期 2.0 万吨/日，不扣减权益部分），目前已投运约 3200 吨/日规模，我们预计 2021 年还会陆续投运 11650 吨/日规模，剩余订单将在随后一两年投运。我们认为随着项目的逐步投运公司业绩将快速增厚。

■ **目标宏大可期，再造城发逻辑进行时：**公司目标垃圾焚烧发电规模 3 万吨/日，水务运营 200 万吨/日，环卫年化金额 5～8 亿元，除此还有部分餐厨垃圾、环保设备产业等，在建设期会确认部分工程和设备收入。与传统环保公司不同的是公司高速业务年贡献现金流约 10 亿元，可以有效支撑环保项目投融资需求 50 亿/年以上（资本金按 20%计算），我们预计上述目标四五年实现后环保板块纯运营利润将在 6.5 亿元以上，相当于再造一个城发环境。

投资建议

■ 公司订单充足，今年开始项目将密集投运，新订单业绩也进入逐步兑现期。我们看好公司长期发展趋势，维系 2020～2022 年营业收入 32.56/49.29/59.59 亿元，归母净利润 6.26/9.39/11.41 亿元，EPS0.98/1.46/1.78 元预测，对应现股价 PE12/8/7X，根据分部估值法给予 2021 年 10X 估值，目标价 14.93 元。

风险提示

■ 订单推进不及预期；新订单获取不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**4,720**	**2,028**	**2,263**	**3,256**	**4,929**	**5,959**
增长率		-57.0%	11.6%	43.9%	51.4%	20.9%
主营业务成本	-2,800	-820	-952	-1,866	-2,857	-3,437
%销售收入	59.3%	40.4%	42.1%	57.3%	58.0%	57.7%
毛利	1,920	1,209	1,311	1,390	2,072	2,522
%销售收入	40.7%	59.6%	57.9%	42.7%	42.0%	42.3%
营业税金及附加	-50	-26	-26	-37	-56	-67
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-141	-22	-11	-15	-19	-21
%销售收入	3.0%	1.1%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
管理费用	-481	-152	-218	-306	-463	-560
%销售收入	10.2%	7.5%	9.6%	9.4%	9.4%	9.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润（EBIT）	1,249	1,009	1,057	1,032	1,534	1,874
%销售收入	26.5%	49.7%	46.7%	31.7%	31.1%	31.4%
财务费用	-181	-193	-166	-129	-225	-368
%销售收入	3.8%	9.5%	7.3%	4.0%	4.6%	6.2%
资产减值损失	-5	-1	-7	-12	-3	-1
公允价值变动收益	0	8	-3	0	0	0
投资收益	13	10	13	5	0	0
%税前利润	1.2%	1.3%	1.5%	0.6%	0.0%	0.0%
营业利润	1,117	835	896	900	1,340	1,596
营业利润率	23.7%	41.2%	39.6%	27.6%	27.2%	26.8%
营业外收支	-48	-29	-34	-30	-30	-30
税前利润	1,069	806	861	870	1,310	1,566
利润率	22.6%	39.8%	38.1%	26.7%	26.6%	26.3%
所得税	-405	-217	-233	-233	-328	-329
所得税率	37.9%	26.9%	27.0%	26.8%	25.0%	21.0%
净利润	664	589	629	637	983	1,237
少数股东损益	61	7	5	11	44	97
归属于母公司的净利润	**603**	**582**	**624**	**626**	**939**	**1,140**
净利率	12.8%	28.7%	27.6%	19.2%	19.1%	19.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	664	589	629	637	983	1,237
少数股东损益	61	7	5	11	44	97
非现金支出	617	393	427	452	591	795
非经营收益	218	214	184	177	289	428
营运资金变动	221	44	-53	564	371	91
经营活动现金净流	**1,719**	**1,240**	**1,186**	**1,830**	**2,234**	**2,551**
资本开支	-591	-322	-923	-2,711	-5,730	-4,730
投资	-821	-316	363	0	0	0
其他	1,285	76	49	5	0	0
投资活动现金净流	**-127**	**-562**	**-511**	**-2,706**	**-5,730**	**-4,730**
股权募资	292	42	178	1,150	0	0
债权募资	-245	-363	-224	604	4,000	2,000
其他	-1,623	-35	-560	-152	-259	-398
筹资活动现金净流	**-1,577**	**-356**	**-606**	**1,602**	**3,741**	**1,602**
现金净流量	**16**	**322**	**69**	**599**	**-120**	**-67**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	405	697	762	1,488	1,733	1,156
应收款项	52	73	197	271	343	380
存货	17	18	8	31	38	46
其他流动资产	54	293	222	394	397	398
流动资产	528	1,080	1,189	2,183	2,511	1,981
%总资产	6.5%	13.3%	13.2%	17.9%	14.2%	9.4%
长期投资	1,241	722	464	464	464	464
固定资产	6,227	6,149	6,118	6,021	6,105	6,356
%总资产	76.9%	75.7%	68.0%	49.2%	34.6%	30.2%
无形资产	84	161	500	1,737	7,565	11,221
非流动资产	7,574	7,047	7,809	10,047	15,158	19,065
%总资产	93.5%	86.7%	86.8%	82.1%	85.8%	90.6%
资产总计	**8,102**	**8,127**	**8,998**	**12,230**	**17,669**	**21,046**
短期借款	995	986	953	662	662	662
应付款项	1,519	957	1,300	1,643	1,856	1,930
其他流动负债	231	267	311	810	1,054	1,119
流动负债	2,745	2,209	2,565	3,115	3,571	3,711
长期贷款	3,014	2,645	2,562	3,562	7,562	9,562
其他长期负债	331	635	543	439	439	439
负债	**6,090**	**5,489**	**5,670**	**7,115**	**11,572**	**13,711**
普通股股东权益	**1,866**	**2,486**	**2,993**	**4,770**	**5,709**	**6,849**
其中：股本	496	496	496	642	642	642
未分配利润	932	1,530	1,951	2,577	3,516	4,656
少数股东权益	145	152	335	345	389	486
负债股东权益合计	**8,102**	**8,127**	**8,998**	**12,230**	**17,669**	**21,046**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.214	1.173	1.257	0.975	1.462	1.775
每股净资产	3.759	5.008	6.030	7.428	8.891	10.666
每股经营现金净流	3.464	2.498	2.389	2.850	3.479	3.973
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	32.31%	23.43%	20.85%	13.13%	16.45%	16.65%
总资产收益率	7.44%	7.17%	6.94%	5.12%	5.31%	5.42%
投入资本收益率	12.88%	11.76%	11.27%	8.09%	8.03%	8.43%
增长率						
主营业务收入增长率	50.49%	-57.04%	11.58%	43.88%	51.38%	20.90%
EBIT 增长率	1014.03%	-19.23%	4.76%	-2.30%	48.57%	22.14%
净利润增长率	1312.02%	-3.38%	7.15%	0.35%	49.93%	21.40%
总资产增长率	28.34%	0.31%	10.71%	35.93%	44.48%	19.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.0	9.1	17.0	27.0	22.0	20.0
存货周转天数	21.3	7.8	4.9	6.0	4.9	4.9
应付账款周转天数	114.8	359.2	389.7	300.0	220.0	190.0
固定资产周转天数	450.2	1,079.2	968.6	651.1	428.9	364.0
偿债能力						
净负债/股东权益	179.22%	110.90%	82.73%	53.47%	106.43%	123.62%
EBIT 利息保障倍数	6.9	5.2	6.4	7.4	5.7	4.6
资产负债率	75.17%	67.54%	63.01%	58.05%	65.06%	65.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	4	11	19	35
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.08**	**1.10**	**1.00**

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402