

2022年03月02日

全年业绩符合预期，未来持续成长可期

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:	21.31/6.55
目标价格:		总市值(亿)	38.73
最新收盘价:	9.14	自由流通市值(亿)	34.24
		自由流通股数(百万)	374.57

事件概述

2022年3月1日，公司披露2021年年度报告，报告期内实现营业收入11.66亿元，同比增长22.67%；实现归母净利润2.02亿元，同比增长27.99%；实现基本每股收益0.48元。

分析判断:

► “水务+固废”双轮驱动，全年业绩符合预期。

2021年，公司实现营业收入11.66亿元，同比增长22.67%；实现归母净利润2.02亿元，同比增长27.99%，业绩符合预期。2021年，公司继续聚焦“水务+固废”双主业，水务市场拓展方面，继续抢占新的水务市场订单的同时，加速了公司现有项目的提标改造和扩建项目的落地。全年水务业务收入3亿元，同比增长32%。固废和垃圾发电项目的市场开拓，2021年以收购石家庄垃圾发电项目和太和污泥干化处置项目为抓手，实现了固废版块的营收和利润快速增长，全年固废业务实现收入1.93亿元，同比增长304.44%。未来随着公司各类在建项目有序投产，运营项目规模逐步增长，产能利用率有效爬升，业绩有望维持稳步增长。

► 可转债发行获批，固废后续有望持续发力。

2021年6月16日，公司发布向不特定对象发行可转换公司债券预案，拟募集资金8.64亿元。2022年1月11日，证监会同意公司向不特定对象发行可转换公司债券的注册申请。募集资金主要用于承德县承德绿源热电建设项目、郸城县生活垃圾焚烧发电项目和补充流动资金。近年来，公司加速固废业务发展，截至2021年11月30日，公司已运营垃圾发电项目处理能力为2300吨/日，在建垃圾发电项目规模为2100吨/日。2021年公司毛利率35.75%，同比增加3.15pct，主要是固废业务收入占比提升，公司固废收入占比从2020年的5.03%提升至16.59%，且固废毛利率42.05%，高于公司整体毛利率，给公司毛利率提升形成积极贡献。随着公司固废业务处置规模不断逐步壮大，公司固废收入贡献将稳步提升，届时公司“污水+固废”双主业共同发力，公司业绩稳定增长可期。

► 经营效率提升现金流优秀，债务结构持续优化。

2021年，公司经营性现金净额（不含特许经营权项目投资支付的现金）继续表现亮眼，即2.26亿元，同比增长104.25%。公司现金流表现依旧强势，主要系本期收款增长所致。我们判断，公司收款增长主要系公司运营类项目规模提升，经营效率显著加强，其中投资运营服务收入同比增长79.23%，实现经营活动现金流入9.77亿元，同比去年同期增长22.14%。公司在资本市场也加强运作，项目贷融资总额也创历年新高，长期债务占比显著提升，期末长期借款金额同比增长28.15%，优化了债务结构。2021年实现筹资活动净现金流6.78亿元，同比增长8.98%，主要系融资规模增长所致。在自身扩大杠杆，确保在建项目资金稳定的前提下，公司仍维持较为安全的资产负债率，截至12月底资产负债率58.37%。公司后续有多个项目在建，优秀的财务结构，为公司业务稳健可持续发展奠定了良好基础，有助于公司有效推动项目进程，按计划有序投产，利于公司长期发展。

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。基

于目前公司固废业务运营规模，在建项目建设进度和新增订单情况，我们下调 2022 和 2023 年盈利预测，新增 2024 年预测，2022-2023 年营业收入分别从 19.83 亿元、26.59 亿元下调至 14.57 亿元、18.16 亿元，分别同比增长 25.0%、24.6%，2024 年营业收入 22.11 亿元，同比增长 21.8%；2022-2023 年归母净利润分别从 3.30 亿元、4.32 亿元下调至 2.60 亿元、3.30 亿元，分别增长 28.7%、27.1%，2024 年归母净利润 4.05 亿元，同比增长 22.7%；对应 EPS 为 0.61 元、0.78 元、0.96 元；PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 1) 新增订单获取不及预期；
- 2) 在手订单推进不及预期；
- 3) 新建垃圾焚烧项目产能爬坡速度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	950	1,166	1,457	1,816	2,211
YoY (%)	45.3%	22.7%	25.0%	24.6%	21.8%
归母净利润(百万元)	158	202	260	330	405
YoY (%)	62.4%	28.0%	28.7%	27.1%	22.7%
毛利率 (%)	32.6%	35.7%	35.7%	36.4%	35.9%
每股收益 (元)	0.37	0.48	0.61	0.78	0.96
ROE	8.7%	10.1%	11.5%	12.8%	13.5%
市盈率	24.55	19.18	14.91	11.73	9.56

资料来源：Wind, 华西证券研究所

分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,166	1,457	1,816	2,211	净利润	215	273	347	425
YoY (%)	22.7%	25.0%	24.6%	21.8%	折旧和摊销	57	8	7	7
营业成本	749	936	1,155	1,417	营运资金变动	-264	-597	-140	12
营业税金及附加	9	12	16	20	经营活动现金流	119	-259	287	531
销售费用	3	6	8	10	资本开支	-433	-380	-444	-716
管理费用	37	44	49	60	投资	-242	-100	-100	-50
财务费用	101	120	158	176	投资活动现金流	-672	-479	-543	-765
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	1	0	0	0
投资收益	1	1	1	1	债务募资	1,490	858	508	366
营业利润	239	313	395	483	筹资活动现金流	678	800	433	278
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	125	62	177	44
利润总额	238	313	395	483					
所得税	24	40	48	58	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	215	273	347	425	成长能力				
归属于母公司净利润	202	260	330	405	营业收入增长率	22.7%	25.0%	24.6%	21.8%
YoY (%)	28.0%	28.7%	27.1%	22.7%	净利润增长率	28.0%	28.7%	27.1%	22.7%
每股收益	0.48	0.61	0.78	0.96	盈利能力				
					毛利率	35.7%	35.7%	36.4%	35.9%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率率	18.4%	18.7%	19.1%	19.2%
货币资金	267	329	506	549	总资产收益率 ROA	3.7%	4.3%	4.7%	5.0%
预付款项	11	14	17	21	净资产收益率 ROE	10.1%	11.5%	12.8%	13.5%
存货	6	30	23	31	偿债能力				
其他流动资产	964	1,118	1,366	1,601	流动比率	0.75	1.20	1.42	1.37
流动资产合计	1,249	1,491	1,911	2,203	速动比率	0.56	0.91	1.07	1.02
长期股权投资	2	2	2	2	现金比率	0.16	0.27	0.38	0.34
固定资产	109	140	169	199	资产负债率	58.4%	58.8%	59.5%	59.5%
无形资产	2,244	2,584	2,992	3,672	经营效率				
非流动资产合计	4,145	4,617	5,154	5,914	总资产周转率	0.22	0.24	0.26	0.27
资产合计	5,393	6,108	7,065	8,117	每股指标 (元)				
短期借款	328	328	328	328	每股收益	0.48	0.61	0.78	0.96
应付账款及票据	681	543	629	774	每股净资产	4.71	5.32	6.10	7.05
其他流动负债	648	370	386	502	每股经营现金流	0.28	-0.61	0.68	1.25
流动负债合计	1,657	1,240	1,343	1,604	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	734	1,592	2,100	2,466	估值分析				
其他长期负债	758	758	758	758	PE	19.18	14.91	11.73	9.56
非流动负债合计	1,492	2,350	2,858	3,224	PB	1.83	1.72	1.50	1.30
负债合计	3,148	3,590	4,201	4,827					
股本	424	424	424	424					
少数股东权益	251	264	280	300					
股东权益合计	2,245	2,518	2,865	3,290					
负债和股东权益合计	5,393	6,108	7,065	8,117					

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。2021年入围新财富最佳分析师评选电力及公用事业行业，2021年新浪金麒麟最佳新锐分析师公用事业行业第二名，2021年 Wind金牌分析师电力及公用事业行业第四名；2020年Wind金牌分析师电力及公用事业行业第三名，2020年同花顺iFind环保行业最受欢迎分析师。

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。