

强烈推荐-A (首次)

中金环境 300145.SZ

当前股价: 2.89 元

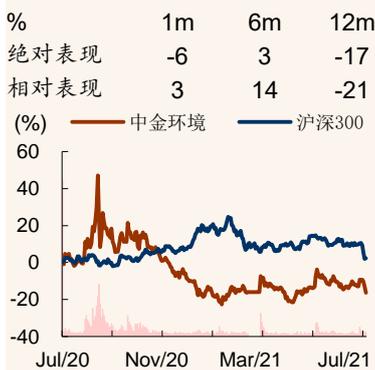
2021年07月30日

至暗时刻已过, 回归泵业重心

基础数据

| | |
|------------|--------|
| 上证综指 | 3362 |
| 总股本(万股) | 192344 |
| 已上市流通股(万股) | 176632 |
| 总市值(亿元) | 55 |
| 流通市值(亿元) | 51 |
| 每股净资产(MRQ) | 1.5 |
| ROE(TTM) | -65.2 |
| 资产负债率 | 64.1% |
| 主要股东 | 无锡市政 |
| 主要股东持股比例 | 21.51% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

中金环境前身为南方泵业, 起家于不锈钢水泵, 后来通过并购涉足环保业务。历经环保政策调整和行业竞争加剧后, 大股东已换为无锡市政, 战略也将重新聚焦制造业, 无锡市政助力固危业务, 将现有业务做精做强, 中止和计提部分环保项目。未来泵业将定位高端制造, 产能预计三年后翻倍。20年中金环境充分计提商誉及资产减值后, 风险已充分释放, 21年轻装上阵。目前低估, 预计2021年PE为11倍, 强烈推荐!

- **加强环保业务管理, 明确战略回归泵业智造。**公司15年后向环保拓展, 虽经历波折, 但不锈钢泵制造业务一直是公司核心, 盈利能力和资产质量优秀, 2020年公司77%营收来自公司制造业务。环保业务作为公司发展的战略方向之一, 受政策影响几经波折, 现已明确未来发展战略: 强化制造板块核心竞争力, 稳步发展环保业务。
- **战略重心转回泵业, 业绩增速有望回升。**虽然过去几年经历了跨界失败, 但是公司水泵业务营收一直稳定增长。2020年公司水泵制造业务营收32.5亿, 相比收购环保业务之前的2015年18亿左右, 增长80%。尤其是2012-2016年制造业低谷期间, 公司泵业复合收入增长仍在20%以上, 具有明显的抗周期性。我们相信公司战略重心转回泵制造以后, 增速将继续提升!
- **未来成长性和竞争力分析:**水泵业务的增长来自于产品和下游的不断拓展, 南方泵业产品定位高端, 同时行业空间巨大, 过去和未来成长都很稳健; 全面销售网络、强效管理、优质售后为品类扩张、市占提升奠基; 公司泵业研发费用占比、研发人员、销售人员绝对数值均处于同行业前列; 未来瞄准高端制造, 提升产能。
- **风险已经充分释放, 2021年轻装上阵。**经过环保行业多轮调整, 公司环保板块核心业务重点发展金泰莱及无锡市政相关废物处理项目, 战略重心聚焦泵业和危废处置。
- **投资建议:**我们预计21年营收50.79亿元, 同比+20%, 归母净利润5.01亿元。我们认为去年环保业务风险释放后, 公司估值有望回归正常。我们按2022年资产注入后净利润约6.6亿, 水泵业务15-18倍PE, 环保业务12-15倍PE, 合理估值目标100亿, 给予强烈推荐评级。
- **风险提示:**商誉减值风险、环保业务不达预期、智能化工厂建设不达预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4094 | 4218 | 5079 | 5706 | 6764 |
| 同比增长 | -6% | 3% | 20% | 12% | 19% |
| 营业利润(百万元) | 104 | -2019 | 575 | 757 | 947 |
| 同比增长 | -81% | - | - | 32% | 25% |
| 净利润(百万元) | 23 | -1960 | 495 | 652 | 815 |
| 同比增长 | -95% | - | - | 32% | 25% |
| 每股收益(元) | 0.01 | -1.02 | 0.26 | 0.34 | 0.42 |
| PE | 242.4 | -2.8 | 11.2 | 8.5 | 6.8 |
| PB | 1.2 | 2.0 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |

资料来源: 公司数据、招商证券 (注: 2021年末考虑资产注入和股本摊薄。)

刘荣 (机械首席)

0755-82943203

liur@cmschina.com.cn

S1090511040001

朱纯阳 (环保首席)

010-57601855

zhucy3@cmschina.com.cn

S1090515060001

正文目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 一、历经几波折，聚焦水泵与危废 | 4 |
| 1、历经 5 年环保变局，明晰思路，重点围绕泵业、危废业务 | 4 |
| 2、无锡市政入场控股，南泵创始人重回泵业 | 4 |
| 二、南方泵业竞争力持续提升 | 5 |
| 1、不锈钢泵稳居行业龙头，4 个型号全国第一 | 5 |
| 2、战略重心转回泵业，业绩增速有望回升 | 7 |
| 3、重视长期竞争力建设 | 9 |
| 三、至暗时刻已过，资产注入后环保业务趋于平稳 | 11 |
| 1、金山环保已成过去，仍有营利项目运营 | 11 |
| 2、中咨华宇商誉已充分计提，风险释放 | 11 |
| 3、勘察设计资质优秀，有稳定收入和利润 | 11 |
| 4、大股东加强金泰莱管理，注入优质固废处理资产 | 11 |
| 5、减值充分计提，21 年轻装上阵 | 12 |
| 四、业绩回顾与预测 | 12 |
| 1、核心业绩增长平稳，商誉减值后利润波动减小 | 12 |
| 2、业绩预测及估值建议 | 14 |
| 3、风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 4 |
| 图 2: 公司股权结构..... | 5 |
| 图 3: 公司不锈钢离心泵..... | 6 |
| 图 4: 不锈钢冲压泵与铸造泵对比..... | 6 |
| 图 5: 不锈钢多级离心泵应用领域与市场空间..... | 7 |
| 图 6: 中金环境的水泵业务营收及毛利率示意图..... | 8 |
| 图 7: 同行业公司水泵业务毛利率对比示意图..... | 9 |
| 图 8: 同行业公司 ROE 对比示意图..... | 9 |
| 图 9: 同行业上市公司销售人员数量对比..... | 9 |
| 图 10: 同行业公司研发占比对比..... | 10 |
| 图 11: 同行业公司研发人数对比..... | 10 |
| 图 12: 同行业公司水泵产品均价对比..... | 10 |
| 图 13: 中金环境营收及增速示意图..... | 13 |
| 图 14: 中金环境归母净利润及增速示意图..... | 13 |
| 图 15: 中金环境毛净利率示意图..... | 13 |
| 图 16: 中金环境期间费用率示意图..... | 13 |
| 图 17: 2020 年中金环境各业务收入示意图..... | 14 |
| 图 18: 中金环境各业务毛利率示意图..... | 14 |
| 图 19: 中金环境历史 PE Band..... | 15 |
| 图 20: 中金环境历史 PB Band..... | 15 |
| 表 1: 2020 年中国地区水泵业务营收前十..... | 8 |
| 表 2: 公司近一年智能化方面投入..... | 10 |
| 表 3: 中金环境主要产品假设情况..... | 15 |
| 附: 财务预测表..... | 16 |

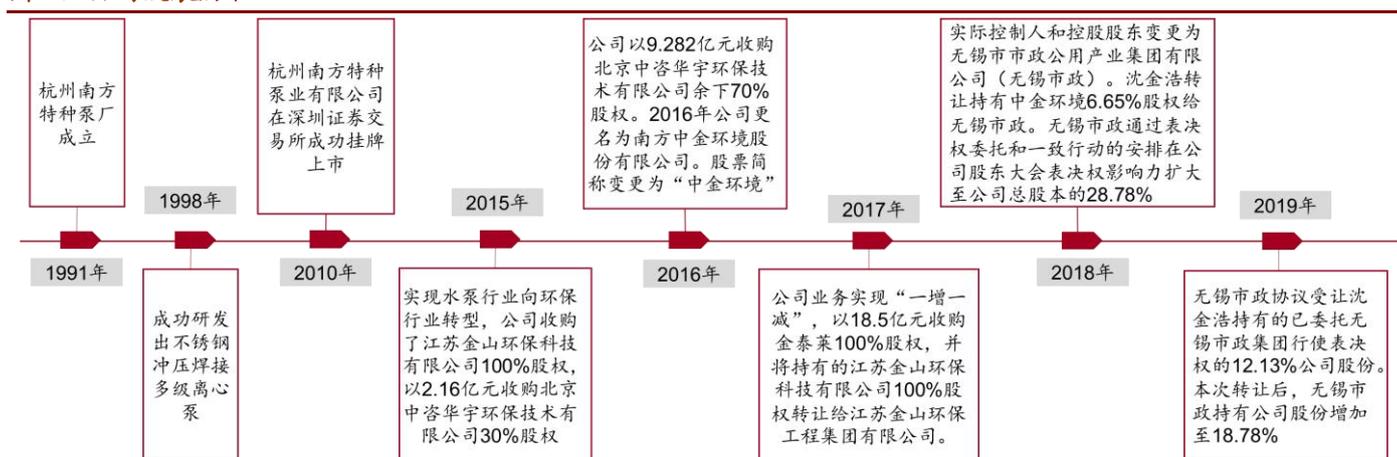
一、历经几波折，聚焦水泵与危废

1、历经 5 年环保变局，明晰思路，重点围绕泵业、危废业务

公司不锈钢泵业务起家，经过近年环保行业的摸爬滚打，公司业务重心逐步清晰，未来重点发展水泵及危废处理业务。中金环境现具有五大业务板块：通用设备制造、危废处理、勘察设计、环保咨询与工程、污水及污泥处理。公司核心业务为不锈钢泵及供水设备制造（2020 年占总营收的 77%），公司专注不锈钢冲压焊接离心泵 20 余年，属于细分赛道第一，营收仍在逐年稳增。公司历经环保领域污水处理、环保咨询、危废处置相关公司收购和变局，目前集中精力重点发展水泵业务及危废处理业务，有的放矢抓住“主要矛盾”和“核心优势”，打造在通用设备制造和环保技术服务领域的多重核心竞争力。原公司创始人和总经理沈金浩先生回归管理中金环境水泵板块，发力智能制造，瞄准高端市场国产替代，提升水泵技术水平及产能。危废处理板块依托无锡市政在政府背景及自有危废处理业务经验优势，与金泰莱强强联手，定位公司稳定盈利的第二板块。

公司具体重大变化回顾：公司 1991 年在浙江省杭州市余杭区成立，2010 年 12 月在深交所发行上市，是全国较早研发并规模化生产不锈钢冲压焊接离心泵的企业。公司 2015 年发行股份的方式收购金山环保 100% 股权，并使用自有资金收购北京中咨华宇 30% 股权，转型环保业务。2016 年收购中咨华宇余下 70% 股权。2017 年公司收购从事危废行业的金泰莱，将危废处理业务纳入环境治理业务版图。同年，在保留部分优质的污水污泥处理及蓝藻处理项目的前提下，以现金方式出售江苏金山环保 100% 股权。2018 年底，沈金浩转让公司 6.65% 股份给无锡市政，无锡市市政通过一致行为协议成为中金环境的实控人，中金环境成为国有控股混合所有制企业。2019 年沈金浩继续转让 12.13% 的股份给无锡市政，无锡市政持有公司股份提升至 18.78%。目前，中金环境公告拟以发行股份的方式收购无锡市政旗下全资子公司城环科技持有的工废公司 100% 股权、固废公司 100% 股权。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、招商证券

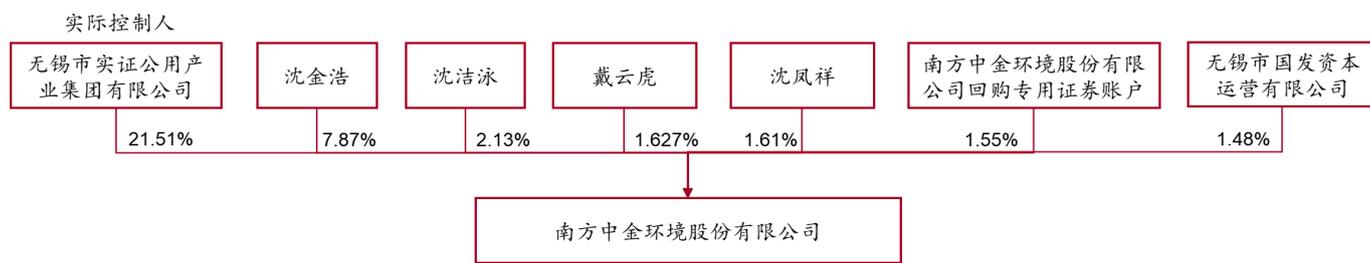
2、无锡市政入场控股，南泵创始人重回泵业

无锡市政控股中金环境，并计划优化危废处置资产，南方泵业创始人亦泵业的灵魂人物

沈金浩重回泵业。2018年11月22日，中金环境实控人沈金浩与无锡市市政（隶属于无锡市国资委）签署协议，拟转让持有的6.65%的股权，作价人民币5.6亿元。同时，沈金浩将持有的约12.13%股份的表决权，委托给无锡市市政。2019年8月，沈金浩将其持有的中金环境12.13%的股份转让给无锡市市政集团，作价人民币10.31亿元，无锡市市政持有中金环境18.78%的股份，并通过表决权委托和一致行动的安排成为中金环境的控股股东和实际控制人。2021年3月沈金浩卸任公司总经理，今后专注负责水泵板块。

国有资本无锡市市政经营业务涉及城市水务、能源、市政、环保等四大产业，旗下拥有水务、市政环卫、固废、设计院等多类资产，与公司现有环保业务高度协同。其中，以固废及危废处理为核心，当下正加速与相关业务的整合，做大做强。2021年3月中金环境公告拟收购城环科技持有的工废公司100%股权、固废公司100%股权。通过本次收购，一方面解决了无锡市市政与公司的同业竞争问题，同时进一步完善公司在废物处理领域的业务布局，深化内部协同，利用大股东市场资源，巩固公司在危废、工废、固废处理上的优势。

图2：公司股权结构



资料来源：Wind、招商证券

二、南方泵业竞争力持续提升

1、不锈钢泵稳居行业龙头，4个型号全国第一

公司为国内不锈钢冲压焊接离心泵龙头企业，在不锈钢泵行业深耕近30年，树立了好的品牌形象。产品有：CDL、CDLF系列不锈钢轻型多级离心泵，CHL、CHLF、CHLFT系列不锈钢轻型多级离心泵；无负压变频供水设备、恒压变频供水设备。其中CDL42型轻型立式多级离心泵产业化、CHL、CHLF系列轻型卧式多级离心泵，CHLK系列空调专用泵，WQ系列污水污物潜水电泵，SJ系列不锈钢多级深井潜水电泵，QY系列自吸式气液混合泵，CDLK系列浸入式多级离心泵，TD系列管道循环泵，MS、MSS系列轻型不锈钢卧式单级离心泵，NISO系列端吸离心泵、ZS系列不锈钢卧式单级离心泵，SWB系列不锈钢卧式单级离心泵，ZW系列无堵塞自吸式排污泵等系列产品，创泵业之民族品牌。公司定位行业中高端市场，产品性能和服务质量主要对标如格兰富、赛莱默、KBS等国外同行业竞争者，抢抓国产替代，产品价格比国内品牌高10-15%，比国外品牌低30%左右。公司重视产品质量、销售服务网络和应收账款管理，持续加大研发和市场开拓力度，一直维持较高的市场地位，目前已进入中石化、巴斯夫、富士康等标杆企业供应商体系。

图 3：公司不锈钢离心泵



资料来源：公司官网、招商证券

以高效降本、卫生环保为首的诸多因素加速不锈钢冲压泵替代传统铸铁泵。不锈钢冲压焊接泵具有节能、卫生、低噪、轻量、寿命长等优点。较铸铁泵效率高 10%，更不易结垢，运行时震动小，重量减少 65%~90%，抗腐蚀性好，寿命长。其中高效降本属性是核心替代逻辑，以流量为 240m³/h 的大型泵为例，功率为 110kw，假设每天开机 8 小时，居民用电 0.6 元/kwh，工业用电 1.2 元/kwh，则每年每只不锈钢冲压泵以居民用电计算可节约 2 万元，以工业用电计算可节约 4 万元。

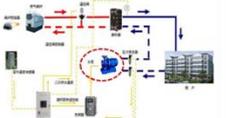
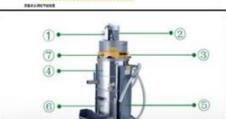
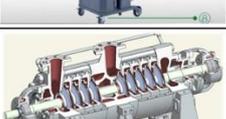
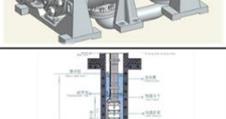
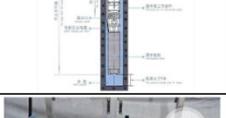
图 4：不锈钢冲压泵与铸造泵对比

| | | 高效节能 | 安全卫生 | 低噪耐久 | 节材轻巧 | 生产工艺 | 低碳环保 |
|--------|---|------------------------------|------------------------------------|-------------------------------|--|---------------------------|-----------------------------------|
| 不锈钢冲压泵 |  | 流道光滑、精度较高，效率可比同类传统铸造泵高 10%左右 | 不锈钢材料表面致密，抗菌耐腐蚀性强，避免介质二次污染。无死角、易清洗 | 精度高，平衡性能好，运行时震动小，噪声低。产品使用寿命较长 | 关键部件采用薄壁不锈钢板，其重量相当于同类铸造泵的 1/3-1/8，外观光洁 | 冲压焊接工艺：成本低，适宜大批量自动化流水线生产 | 冲压焊接工艺能耗仅为铸造法的 1/10，且机械化生产过程无三废排放 |
| 铸造泵 |  | 流道粗糙 | 铸造泵对介质的二次污染问题 | 震动较大，噪音高，易腐蚀，寿命短 | 产品壁厚，体积较大 | 铸造工艺：废品率高，难以适用于小流量、高扬程离心泵 | 铸造过程中会释放 CO2, SO2 等气体 |

资料来源：公司官网、招商证券

公司产品下游应用场景广泛，空间巨大。公司产品广泛应用增压、工业应用、水处理、生活供水、空调水循环、供暖、消防系统、地下水供应、污水废水处理、化工行业和海水淡化等诸多领域。根据 2020 年中国通用机械行业经济运行简报显示，2020 年我国全年泵产量 1.8 亿台，同比增长 2.8%，不锈钢多级离心泵我国每年需求在 120~150 万台，预计行业保持每年稳定增长 10%左右，行业市场空间巨大。

图 5：不锈钢多级离心泵应用领域与市场空间

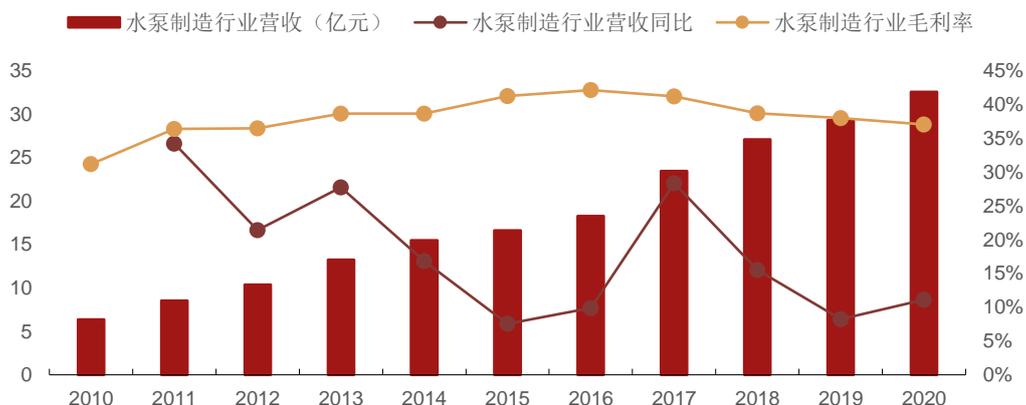
| 应用领域 | 发展趋势 | 国内市场规模 | 应用示例 |
|-----------|--|----------|---|
| 净水处理领域 | 以膜处理技术为特点的水净化产业发展迅速，拉动冲压焊接结构的多级离心泵需求。 | 30万台/年 |  |
| 楼宇供水领域 | 环保要求和饮水安全意识的增强，推动冲压焊接不锈钢冲压焊接离心泵替代现有的铸造泵。 | 50万台/年 |  |
| 空调水循环领域 | 国产冲压焊接离心泵满足中央空调系统对于循环泵的“高效率、无泄漏、可靠性好、噪音低”要求。近年来，逐渐取代铸造离心泵。 | 30万台以上/年 |  |
| 工业清洗领域 | 工业清洗要求清洗泵不生锈、压力高、耐轻腐蚀，且流量较小。冲焊式多级离心泵在满足要求的同时，较柱塞式容积泵相比更加性价比。 | -- |  |
| 中低压锅炉给水领域 | 冲焊式多级离心泵由于占地面积小，可靠性高，维修方便等优势，正逐步取代铸造的节段式多级离心泵。 | 8万台/年 |  |
| 深井提水领域 | 冲焊结构能够减小泵的外径，降低打井成本。国外250毫米口径及以下的井用潜水泵90%以上是冲压焊接式结构。 | -- |  |
| 制药行业及食品领域 | 医药、食品行业对泵具有“净化、清洗、安全防护”等要求。目前医药和精细化工用泵每年需求为约1万台，食品饮料用泵每年3万台左右。 | 4万台/年 |  |

资料来源：公司招股说明书、招商证券

2、战略重心转回泵业，业绩增速有望回升

历经跨行业发展，但公司核心水泵业务营收一直稳定增长。2020 年公司水泵制造行业收入 32.5 亿，相比收购环保业务之前的 2015 年 18 亿左右，增长 80%，净利润 2015 年 2.8 亿，2020 年 3.7 亿左右，同比增长 32%。水泵业务毛利率 2020 年 37%，相比 2015 年 42% 左右略有下降。虽然近年收入复合增速较 2016 年前下降，但仍显然出很强的抗周期性，近十年公司水泵业务营收复合增长率约 18%，尤其是 2012-2016 年制造业低谷期间，公司泵业复合收入增长仍在 20% 以上，因此我们相信公司战略重心转回泵制造以后，增速将快速回升！

图 6：中金环境的水泵业务营收及毛利率示意图



资料来源：Wind、招商证券

注：水泵业务包含水泵和成套变频供水设备板块

公司水泵业务的增长还来自于产品和下游的不断拓展。2016 年之前公司泵业以不锈钢泵销售为主，不锈钢收入占比 85%左右，去年估计不锈钢泵收入 18 亿左右，占比 56%，主要是因为公司产品系列不断完善，市场地位不断提升，同时公司持续开拓下游市场，在工业配套的基础上持续拓展招标市场。公司 20 年增加 1000 余名销售人员，打造招投标团队，未来销售额有望快速增长。国内水泵招标市场空间约 800 亿，主要参与者为熊猫、凯泉、东方、连成，这几家招标市场收入均超过南泵，市场空间巨大，公司将在确保工业配套强项的前提下发力招投标市场。

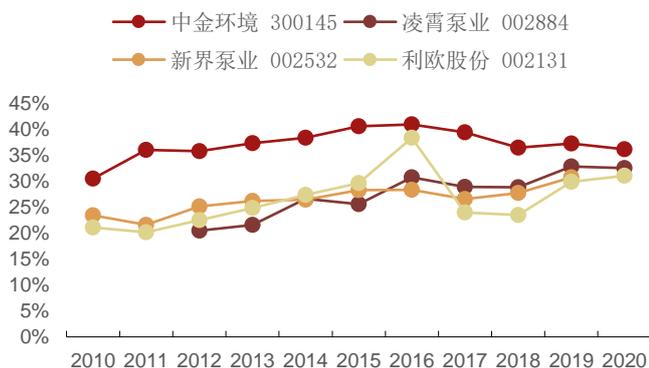
表 1：2020 年中国地区水泵业务营收前十

| 公司名称 | 收入 (亿) | 国别 | 主要产品 |
|--------------|--------|----|-----------------------|
| 上海凯泉泵业 | 53 | 中国 | 离心泵、污水泵、轴混流泵、核电用泵 |
| 荏原 Ebara | 49 | 日本 | 离心泵、污水泵、干式真空泵 |
| 上海连成泵业 | 33 | 中国 | 离心泵、污水泵、消防泵 |
| 中金环境 | 33 | 中国 | 离心泵、污水泵、计量泵、润滑油泵、消防泵 |
| 格兰富 Grundfos | 32 | 丹麦 | 离心泵、计量泵 |
| 上海东方泵业 | 31 | 中国 | 离心泵、污水泵、双吸泵、轴流泵、消防泵 |
| 利欧股份 | 26 | 中国 | 立式多级泵、管道泵、离心泵、轴流泵、化工泵 |
| 新界泵业 | 25 | 中国 | 离心泵 |
| 赛莱默 Xylem | 23 | 美国 | 离心泵、污水泵、定制泵 |
| 威乐 Wilo | 15 | 德国 | 离心泵、污水泵 |

资料来源：泵友圈、招商证券

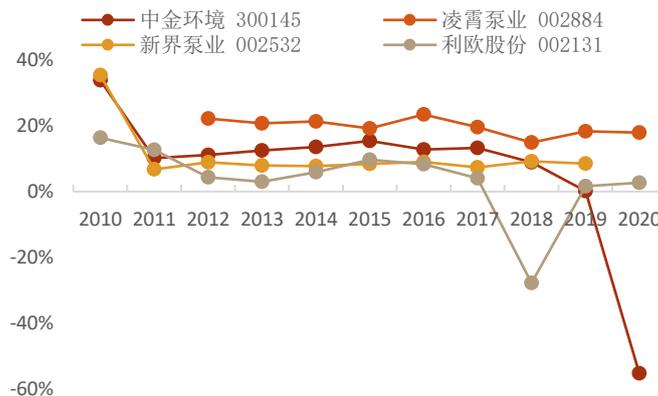
公司泵业过去几年中高端产品渗透率提升，毛利率稳居行业头部。产品单价从 2015 年 2458 元/台，增长至 2020 年 3379 元/台，是公司产品结构升级，中高端产品销量占比提升的体现。尽管 2020 年四季度开始，原材料价格不断上涨并维持高位，但受益于 2021 年下游制造业资本开支回升，水泵设备需求加大，公司今年上半年水泵订单供不应求，公司在 5 月初决定产品提价 10%，基本可以覆盖原材料上涨带来的成本压力。水泵行业相关上市公司因细分专注的泵类品种不同，毛利率可比性较弱，但各家毛利率近十年变化幅度较小，侧面反映该行业稳定性。

图 7：同业公司水泵业务毛利率对比示意图



资料来源：Wind、招商证券

图 8：同业公司 ROE 对比示意图



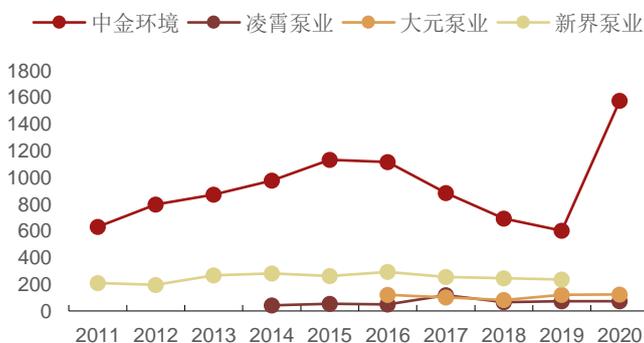
资料来源：Wind、招商证券

定位高端制造，提升产能。由于过去几年跨界并购，南方泵业在新产能建设方面相对落后，但南泵原有旧生产车间这几年已经做了智能化改造，高端制造水平已走在同行业前列。同时，公司已在湖州取得工业用地约 400 亩，筹划用于建设现代化智能化工厂，致力于把提高生产装备智能化、生产过程自动化、生产管控一体化、产业链协同网络化作为发展方向。通过互联网、物联网技术创建“机联网”、“智能车间”，基于云工程和云服务技术创建“数字工厂”，实现生产全流程的自动化、网络化和智能化，我们预计智能工厂投产后，公司产能和营收有望快速提升。

3、重视长期竞争力建设

全面网络、强效管理、优质售后为品类扩张、市占提升奠基。公司销售团队一直处于行业强势地位，全国共计近 200 个办事处，覆盖全国 34 个省市自治区。今年新增 1000 余名销售人员，打造招投标团队，与产能扩张配合，进军 800 亿的招标市场。公司售后保修期为 1-3 年，服务人员超 200 人，售后服务能力强，较国内同业竞争对手优势明显。另外公司有六个管理事业部，做好生产、发货、应收账款等管理。未来公司基于不锈钢泵优势，横向发展其它泵，提升市占率和销售规模。

图 9：同行业上市公司销售人员数量对比

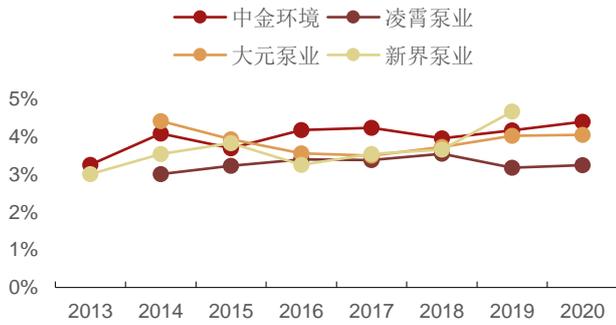


资料来源：Wind、招商证券

注重研发，定位高端。公司研发费用占比及研发人员绝对数值均处于同行业前列，为公司在产品种类拓展、品质提升提供了保障。公司产品定位兼具性价比的高端产品，产品外观、质量、交货与外资相近，均价较国内产水泵高 10-15%，但比外资低 30%左右。

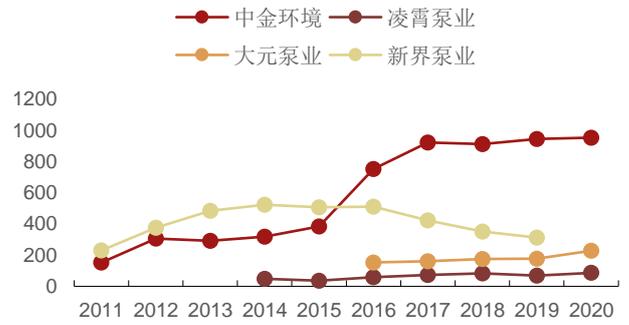
从下图泵业上市公司产品均价来看，南方泵业的泵主要用于工业市政等领域，均价也远高于其它公司（主要用于农业、市政、卫浴等）。南方泵业不锈钢泵竞争对手为外资企业，铸铁泵和凯泉等龙头企业竞争。近年来，公司不断开发新产品，例如 ZS 系列不锈钢泵正逐步替代日本荏原产品；NSO 系列泵用于中央空调替代同类国产产品，用于集中供热水系统，节能环保，平均一年节省电费可抵消水泵购置费用。

图 10：同业公司研发占比对比



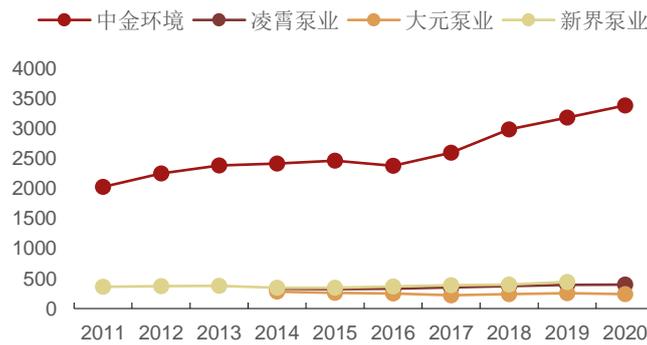
资料来源：Wind、招商证券

图 11：同业公司研发人数对比



资料来源：Wind、招商证券

图 12：同业公司水泵产品均价对比



资料来源：Wind、招商证券

表 2：公司近一年智能化方面投入

| 项目名称 | 研发时间 | 投入费用 (万) |
|-----------------------|-----------------|----------|
| 传统产业智能融合技术研究及应用 | 2019.01~2021.12 | 210.21 |
| CHME 卧式智能恒压变频泵开发项目 | 2020.03~2020.12 | 416.15 |
| 立式智能恒压变频泵开发项目 | 2020.05~2020.10 | 138.05 |
| 永磁同步智能无负压集成控制供水设备开发项目 | 2020.01~2020.12 | 60.37 |
| 智能安防联控供水泵房开发项目 | 2020.01~2020.12 | 160.20 |
| 智能变压供水设备研发中心建设项目 | 2020.01~2020.12 | 119.79 |
| 智能变压无负压研发项目 | 2020.01~2020.12 | 133.30 |
| 大中型泵站智能化信息化管理方案的设计 | 2020.01~2020.06 | 112.20 |

资料来源：公司公告、招商证券

三、至暗时刻已过，资产注入后环保业务趋于平稳

1、金山环保已成过去，仍有营利项目运营

2015年5月，公司以17.94亿元收购金山环保100%股权。金山环保是一家具有总承包能力的大型水处理综合性公司，主要从事工业及市政污水处理相关业务，专注于为客户提供成熟有效的污水处理整体解决方案。2017年底，公司考虑金山环保原实际控制人钱盘生先生未来将无法继续履行管理运营职责，为规避金山环保未来在经营当中可能出现的不确定性，公司以19.15亿元出售金山环保100%股权。但公司保留金山环保部分优质的污水污泥处理及蓝藻处理项目，其中金山环保孙公司金山水务主要运营大丰市大丰港工业区供水项目，子公司清凌环保主要运营宜兴市蓝藻打捞、藻水分离及藻泥干化项目。

2、中咨华宇商誉已充分计提，风险释放

中咨华宇成立于2005年，专业从事环境影响评价、环境监理、技术咨询与运营管理，是国内环保咨询行业的龙头企业，也是资质种类最齐全的环保咨询公司之一，综合实力在全行业领先。2015年12月，公司以自有资金2.16亿元购买中咨华宇30%的股权，2016年3月购入剩余70%股份，中咨华宇正式成为中金环境全资子公司。

近年来，随着国家环保咨询相关政策的放开，行业准入门槛降低，公司环保咨询与工程业务受到较大冲击。面对行业变化，公司结合行业特点和企业实际，围绕做优做精核心主业的发展目标，加强风险控制，将主要精力放在优化、做好现有项目上，谨慎筛选承接新项目，近两年没有新承接PPP项目。

3、勘察设计资质优秀，有稳定收入和利润

公司勘察设计业务包含水利工程、市政工程、建筑工程、风景园林工程、环境生态修复工程、水污染治理工程等基础建设领域的一体化咨询设计服务，拥有水利工程、建筑工程、市政工程等设计甲级、乙级资质，持国家注册类证书136人，教授级高工2人，高级工程师104人。2020年度共计获得行业奖项1项，勘察设计奖项6项，工程咨询奖项10项，开展研发项目15项。公司勘察设计板块子公司主要集中在江苏无锡、河南洛阳、河北石家庄、广东惠州等区域，在区域市场具有较强的竞争优势。现勘察设计板块持续稳定为公司带来3~3.5亿元收入，且毛利率维持在50%左右，未来勘察设计板块将向以水利、市政、建筑为主的业务升级，向信息技术、智慧业务为主的技术升级，从分散地市向全国范围内拓展的区域升级。

4、大股东加强金泰莱管理，注入优质固废处理资产

公司危废处置业务主要依托全资子公司金泰莱平台，处理范围达19个大类253个小类危险废物，拥有18万吨/年的危废处置能力和行业领先的湿法提取、危废焚烧、尾渣焚烧、无害化利用等核心工艺技术，业务范围覆盖华东、华南等地区，危废来源广泛。同时，金泰莱亦在积极开拓新的利润增长点，向贵金属资源再生利用等业务领域延伸，并加大技术投入优化改进现有工艺，积极降低运营成本，实现降本增效。未来，公司将

进一步优化金泰莱订单结构，努力推进新业务，开拓新市场，加快技术改进，降低经营成本，加强内部管控，确保金泰莱业绩稳健发展。

2021年3月中金环境公告拟收购城环科技持有的工废公司100%股权、固废公司100%股权。通过本次收购，一方面解决了无锡市政与公司的同业竞争问题，另一方面有利于公司进一步完善公司在危废处理领域的业务布局，深化内部协同。吸取过去在环保业务上的经验教训，公司坚定主业，利用无锡市政的市场资源优势，助力主业做强做优。我们预计未来金泰莱年净利润可达1亿元左右，无锡市政工废、固废子公司净利润预估5000万元。固废处理业务未来将作为公司收入第二业务板块，收入利润相对稳定。

5、减值充分计提，21年轻装上阵

2020年受疫情影响，环保行业大受打击，公司计提大量减值。金泰莱和中咨华宇未达成业绩目标，分别确认商誉减值损失9.97亿元、8.83亿元。计提后，公司剩余7.04亿元商誉，占总资产的8%。2020年对污泥及蓝藻处理项目、工业供水项目计提3.3亿元资产减值损失。2020年是至暗时刻，目前公司在手项目已经进入收获期，部分项目有政府兜底，风险已经充分释放，2021年轻装上阵。具体分析如下：

受市场和行业发展影响，金泰莱危废处置单价有所下降，技改完工项目与新增设备合计增加生产成本，导致金泰莱盈利能力下降。但考虑到金泰莱资质优势和市场地位，预计未来仍具备较强的盈利能力。

中咨华宇2020年多个环保咨询项目和勘察设计项目延误，工程项目6月份之前均处于停工或半停产状态，当年利润出现下滑。由于公司工程业务策略调整，未来不再承接新项目，预计收入于2023年触底，后缓慢回升。

污泥及蓝藻处理项目业务因肥东县市政污泥和蓝藻综合处理需求较为急迫，面临的环境问题风险大，为有效解决该问题，政府已委托其他污泥综合处置企业处理肥东县市政污泥，导致该项目后续将无污泥来源，建成后将无法确保经济收益，20年当期计提资产减值。

工业区供水项目受2019年盐城响水水事故后政策影响，大丰港园区招商引资进度缓慢，前期意向入园项目后续多未能落地；此外，受疫情影响，部分用水企业生产节奏被打乱，用水量均未达预期。因此项目可收回金额大幅下降，20年已计提相应资产减值。

四、业绩回顾与预测

1、核心业绩增长平稳，商誉减值后利润波动减小

近年来环保政策频繁更替，20年疫情冲击，公司业绩呈先增后减态势。2016-2021Q1营收分别为27.90(+43.2%)，38.15(+36.72%)，43.63(+14.36%)，40.94(-6.16%)，42.18(3.04%)，8.70(82.53%)亿元，2021Q1营收增速大幅增长，主要系2020Q1受新冠疫情影响严重，公司业务自2020Q2已步入正轨。2016-2021Q1归母净利润分别为5.10(+79.68%)，5.91(+15.83%)，4.30(-27.17%)，0.23(-94.67%)，-19.6(疫情导致业绩大幅下滑)，0.51(扭亏为盈)亿元。由于疫情、政策资质放开影响，环保行业市场竞争进一步加剧，公司全资子公司金泰莱2020年度未完成业绩承诺，子公司中咨华宇环保咨询与工程业务业绩下滑严重，二者共计提商誉减值约18.80亿

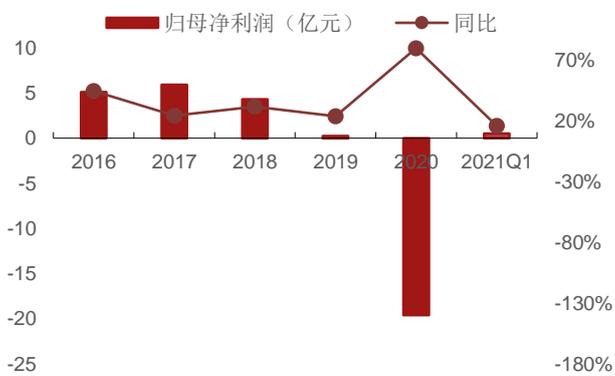
元，同时对相关无形资产计提减值 3.34 亿元。在本次计提减值后，公司商誉账面价值约为 7.04 亿元，占总资产的 8%，21 年公司调整战略，重点发展水泵业务，核心人员回归泵业后点燃公司斗志，业绩有望触底反弹。

图 13：中金环境营收及增速示意图



资料来源：Wind、招商证券

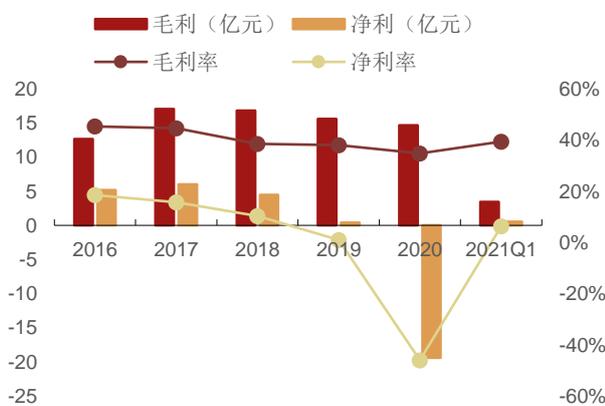
图 14：中金环境归母净利润及增速示意图



资料来源：Wind、招商证券

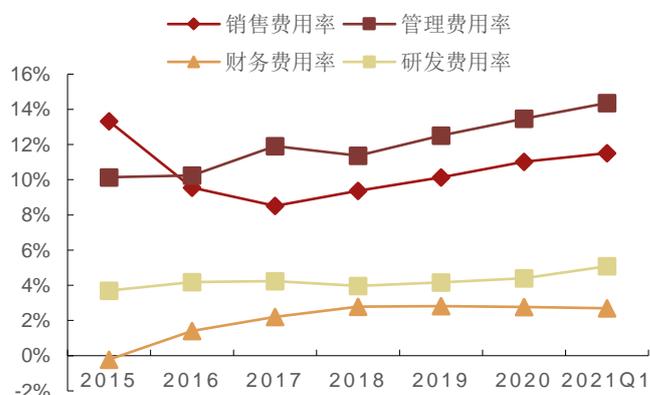
公司 2016-2021Q1 毛利率分别为 45.32%、44.67%、38.56%、38.04%、34.79%、39.40%，其中通用设备制造板块是稳定毛利的主要业务，其他板块业务毛利波动较大；公司 2016-2021Q1 净利率分别为 18.52%、15.73%、10.27%、0.96%、-46.03%、6.31%，其中 2020 年净利率大幅下降主要由商誉减值导致。从费用端看，因公司业务板块拓展，初期整合等因素，2016-2021Q1 销售费用率和管理费用率均呈现上涨趋势。

图 15：中金环境毛净利率示意图



资料来源：Wind、招商证券

图 16：中金环境期间费用率示意图



资料来源：Wind、招商证券

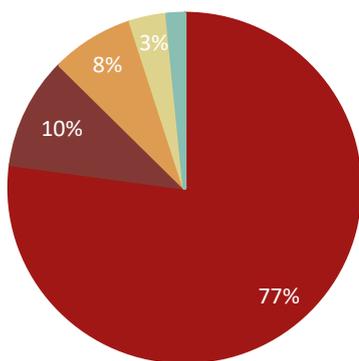
原南方泵业传统业务仍是公司收入顶梁柱，毛利率稳定。不锈钢离心泵及其配套集成的变频供水设备传承自南方泵业，现仍是中金环境收入的顶梁柱，收入及盈利水平均保持稳定。近十年，水泵营收复合增长率为 17.3%和毛利率稳定在 40%左右，成套变频供水设备营收复合增长率为 25.2%和毛利率稳定在 45%左右，为公司提供了稳定的现金流保障。

环保业务收入比例小于 1/4，盈利能力波动较大。公司环保业务现有危废处理、勘察设计、环保咨询与工程、污水及污泥处理四个子板块，源自 2015 年来多次收购。环保业务受政策影响大，近年来环保行业政策调整，准入门槛降低，竞争激烈等因素影响，致使毛利率下降。环保运营板块 2018-2020 年毛利率剧烈波动，系 2017 年年末出售子公司金山环保导致环保业营收大幅下降，同时保留的污水污泥业务带来的 BOT 特许经营

权摊销费用大幅增加导致。环保咨询与工程板块由于国家环评资质放开的政策影响，及公司主动收紧工程项目投资的经营策略，近年来公司该业务持续营收和毛利缩减。废弃资源综合利用板块受疫情影响，子公司金泰莱生产经营连续性被打乱，加之处置价格下降、技改投入成本增加等因素，导致金泰莱盈利空间受到挤压。经过环保行业多轮调整，公司战略重心重回泵业，稳健审慎发展环保业务。

图 17：2020 年中金环境各业务收入示意图

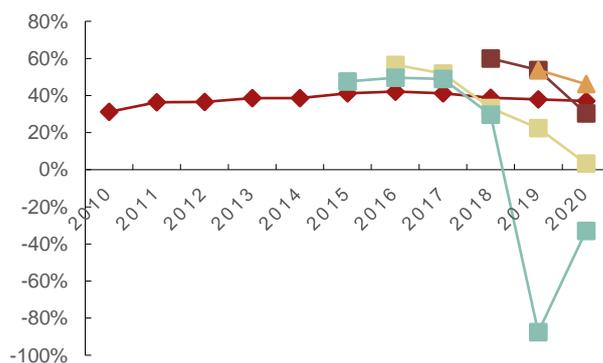
通用设备制造业板块
 废弃资源综合利用板块
 勘察设计板块
 环保咨询与工程板块
 环保运营板块



资料来源：Wind、招商证券

图 18：中金环境各业务毛利率示意图

通用设备制造业板块
 废弃资源综合利用板块
 勘察设计板块
 环保咨询与工程板块
 环保运营板块



资料来源：Wind、招商证券

2、业绩预测及估值建议

公司未来重心聚焦水泵及废物处理两板块上，基于此逻辑，我们给出如下假设：1) 泵业：20 年上半年因疫情影响，基数较低，21 年受益于制造业景气度回升，资本开支提升，我们预计 21 年营收增速高于往年。智能制造项目预计 2023 年开始陆续达产，产能可大幅提升。2) 无锡市政及其子公司主要负责废物处理板块，今年预计完成资产注入，22 年该板块收入利润大幅增长。其他环保业务，我们假设为逐步收缩。

估值纵向看中金环境（南方泵业）历史估值，在开展环保业务之前公司 PE 维持在 15-20 倍左右；横向对比凌霄泵业、大元泵业等，水泵可比公司 PE 维持在 12~30 之间；横向对比东江环保、伟明环保等，环保可比公司 PE 维持在 20~40 之间。中金环境（南方泵业）定位相对高端，进口替代趋势明显，水泵均价和毛利率也高于其他水泵可比公司，尤其是销售团队优势突出。我们认为去年环保业务风险释放后，公司战略明确后，估值有望回归正常。我们按 2022 年资产注入后净利润约 6.6 亿，水泵业务 15-18 倍 PE，环保业务 12-15 倍 PE，合理估值目标 100 亿，给予强烈推荐评级。

表 3：中金环境主要产品假设情况

| 营业收入 (亿) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 通用设备制造业板块 | 27.07 | 29.29 | 32.55 | 40.91 | 46.00 | 55.87 |
| 环保运营板块 | 0.42 | 0.33 | 0.66 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 环保咨询与工程板块 | 9.48 | 3.88 | 1.43 | 1.15 | 0.92 | 0.73 |
| 废弃资源综合利用板块 | 3.24 | 4.10 | 4.34 | 4.77 | 5.91 | 6.50 |
| 勘察设计板块 | 3.41 | 3.34 | 3.20 | 3.46 | 3.74 | 4.03 |
| 合计 | 43.63 | 40.94 | 42.18 | 50.79 | 57.06 | 67.64 |
| 收入增长率 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 通用设备制造业板块 | 15.49% | 8.21% | 11.10% | 25.70% | 12.43% | 21.47% |
| 环保运营板块 | -94.76% | -22.21% | 101.22% | -24.46% | 0.00% | 0.00% |
| 环保咨询与工程板块 | 120.80% | -59.09% | -63.06% | -20.00% | -20.00% | -20.00% |
| 废弃资源综合利用板块 | - | 26.38% | 5.98% | 10.00% | 23.76% | 10.00% |
| 勘察设计板块 | 45.38% | -1.94% | -4.20% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 综合增长率 | 14.36% | -6.16% | 3.04% | 20.40% | 12.34% | 18.55% |
| 毛利率 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 通用设备制造业板块 | 38.71% | 37.96% | 37.03% | 37.86% | 38.46% | 39.10% |
| 环保运营板块 | 29.59% | -87.52% | -32.95% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 环保咨询与工程板块 | 33.18% | 22.43% | 3.40% | 29.10% | 31.37% | 31.37% |
| 废弃资源综合利用板块 | 59.96% | 53.75% | 30.35% | 41.20% | 42.18% | 42.18% |
| 勘察设计板块 | 53.74% | 49.94% | 46.11% | 45.00% | 45.00% | 45.00% |
| 综合毛利率 | 35.97% | 38.04% | 34.79% | 38.44% | 39.13% | 39.64% |

数据来源：招股说明书、公司公告、招商证券
注：2021 年未考虑资产注入和股本摊薄。

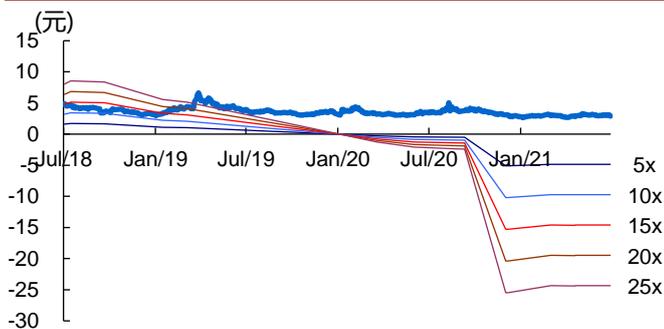
3、风险提示

商誉减值风险：2020 年受疫情影响，金泰莱和中咨华宇未达成业绩目标，分别确认商誉减值损失 9.97 亿元、8.83 亿元。2020 年对污泥及蓝藻处理项目、工业区供水项目计提 3.3 亿元资产减值损失。2020 年是至暗时刻，公司充分计提，积极调整战略，抓住盈利较好的板块。现公司剩余 7.04 亿元商誉，占总资产的 8%，其中商誉主要与当前盈利状况良好的收购子公司相关，但不排除未来环保业务业绩不达标需进一步计提减值。

环保业务不达预期：近年来环保行业历经多次行业准则调整，同时竞争对手增加。政策调整具有不确定性，可能造成现有项目难以推进，进而影响盈利。

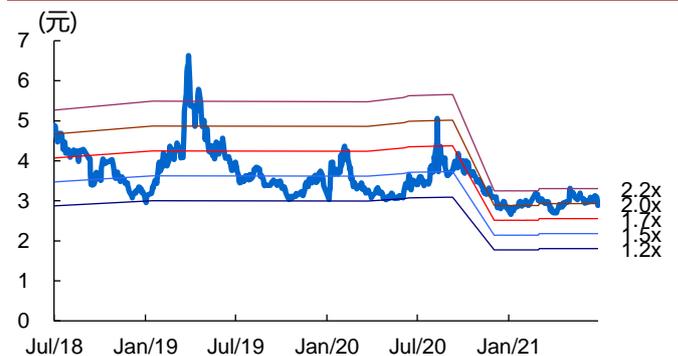
泵业智能制造不达预期：公司水泵智能工厂正处于建设中，预计 2-3 年达产，若建设进度不达预期，将影响未来收入。

图 19：中金环境历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 20：中金环境历史 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 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 3752 | 4180 | 5032 | 6253 | 7836 |
| 现金 | 1094 | 1208 | 1872 | 2715 | 3653 |
| 交易性投资 | 0 | 106 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 1400 | 1371 | 1568 | 1762 | 2089 |
| 其它应收款 | 0 | 121 | 146 | 164 | 194 |
| 存货 | 697 | 860 | 955 | 1061 | 1247 |
| 其他 | 558 | 514 | 490 | 551 | 652 |
| 非流动资产 | 6577 | 4588 | 4236 | 3920 | 3635 |
| 长期股权投资 | 17 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 固定资产 | 1183 | 1489 | 1402 | 1324 | 1253 |
| 无形资产 | 4666 | 2623 | 2361 | 2125 | 1912 |
| 其他 | 711 | 459 | 456 | 454 | 453 |
| 资产总计 | 10330 | 8768 | 9269 | 10173 | 11471 |
| 流动负债 | 3558 | 3750 | 3766 | 4024 | 4515 |
| 短期借款 | 771 | 334 | 194 | 144 | 94 |
| 应付账款 | 1186 | 1216 | 1382 | 1536 | 1805 |
| 预收账款 | 313 | 382 | 435 | 483 | 568 |
| 其他 | 1287 | 1817 | 1754 | 1861 | 2048 |
| 长期负债 | 1828 | 2058 | 2053 | 2053 | 2053 |
| 长期借款 | 792 | 986 | 986 | 986 | 986 |
| 其他 | 1036 | 1073 | 1067 | 1067 | 1067 |
| 负债合计 | 5385 | 5809 | 5819 | 6076 | 6568 |
| 股本 | 1923 | 1923 | 1923 | 1923 | 1923 |
| 资本公积金 | 639 | 637 | 637 | 637 | 637 |
| 留存收益 | 2263 | 260 | 756 | 1407 | 2222 |
| 少数股东权益 | 119 | 139 | 134 | 128 | 121 |
| 归属于母公司所有者权益 | 4825 | 2821 | 3316 | 3968 | 4783 |
| 负债及权益合计 | 10330 | 8768 | 9269 | 10173 | 11471 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 661 | 574 | 983 | 977 | 1064 |
| 净利润 | 23 | (1960) | 495 | 652 | 815 |
| 折旧摊销 | 149 | 190 | 410 | 375 | 343 |
| 财务费用 | 118 | 122 | 69 | 53 | 44 |
| 投资收益 | 0 | 11 | (27) | (27) | (27) |
| 营运资金变动 | 287 | 2131 | 298 | (82) | (125) |
| 其它 | 83 | 78 | (262) | 7 | 14 |
| 投资活动现金流 | (746) | (379) | 74 | (31) | (31) |
| 资本支出 | (712) | (507) | (59) | (59) | (59) |
| 其他投资 | (35) | 129 | 133 | 27 | 27 |
| 筹资活动现金流 | 353 | (91) | (393) | (103) | (94) |
| 借款变动 | (513) | 38 | (318) | (50) | (50) |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (48) | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 866 | (80) | (74) | (53) | (44) |
| 现金净增加额 | 267 | 104 | 665 | 842 | 938 |

利润表

| 单位：百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4094 | 4218 | 5079 | 5706 | 6764 |
| 营业成本 | 2537 | 2751 | 3127 | 3473 | 4083 |
| 营业税金及附加 | 34 | 31 | 37 | 42 | 49 |
| 营业费用 | 415 | 465 | 559 | 628 | 745 |
| 管理费用 | 341 | 383 | 461 | 517 | 613 |
| 研发费用 | 171 | 185 | 229 | 257 | 304 |
| 财务费用 | 115 | 116 | 69 | 53 | 44 |
| 资产减值损失 | (426) | (2326) | (50) | (5) | (5) |
| 公允价值变动收益 | (2) | (3) | (3) | (3) | (3) |
| 其他收益 | 51 | 33 | 30 | 30 | 30 |
| 投资收益 | (1) | (12) | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 104 | (2019) | 575 | 757 | 947 |
| 营业外收入 | 7 | 124 | 5 | 5 | 5 |
| 营业外支出 | 12 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 100 | (1898) | 578 | 760 | 950 |
| 所得税 | 60 | 44 | 87 | 114 | 142 |
| 少数股东损益 | 16 | 18 | (5) | (6) | (7) |
| 归属于母公司净利润 | 23 | (1960) | 495 | 652 | 815 |

主要财务比率

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | -6% | 3% | 20% | 12% | 19% |
| 营业利润 | -81% | -2039% | -128% | 32% | 25% |
| 净利润 | -95% | -8647% | -125% | 32% | 25% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.0% | 34.8% | 38.4% | 39.1% | 39.6% |
| 净利率 | 0.6% | -46.5% | 9.8% | 11.4% | 12.0% |
| ROE | 0.5% | -69.5% | 14.9% | 16.4% | 17.0% |
| ROIC | 1.3% | -43.7% | 11.8% | 13.2% | 14.1% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 52.1% | 66.2% | 62.8% | 59.7% | 57.3% |
| 净负债比率 | 18.1% | 17.1% | 12.7% | 11.1% | 9.4% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.6 | 1.7 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 1.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 存货周转率 | 3.8 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.5 |
| 应收帐款周转率 | 2.9 | 3.0 | 3.5 | 3.4 | 3.5 |
| 应付帐款周转率 | 2.0 | 2.3 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 0.01 | -1.02 | 0.26 | 0.34 | 0.42 |
| 每股经营现金 | 0.34 | 0.30 | 0.51 | 0.51 | 0.55 |
| 每股净资产 | 2.51 | 1.47 | 1.72 | 2.06 | 2.49 |
| 每股股利 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 242.4 | -2.8 | 11.2 | 8.5 | 6.8 |
| PB | 1.2 | 2.0 | 1.7 | 1.4 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 31.9 | -5.7 | 9.6 | 8.6 | 7.6 |

资料来源：公司数据、招商证券（注：2021 年末考虑资产注入和股本摊薄。）

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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

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。

时文博：中央财经大学经济学硕士，2018年加入招商证券，主要负责光伏设备、锂电设备、油气装备、检测行业、电梯、口腔CT、工程机械等行业。

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。