

2017年04月12日

云投生态 (002200.SZ)

PPP 项目公司设立，大生态平台踏步向前

■**事项：**公司发布公告称，由于2016年12月15日中标《通海县第二污水处理厂及配套管网工程PPP项目》（后称“通海县PPP项目”）招标要求，公司拟与通海县国有资产经营有限公司（后称“通海国营公司”）共同投资实施通海县PPP项目并出资设立PPP项目公司。项目公司注册资本为2794.12万元，项目总投资17407.26万元，采用BOT的运作方式，项目建设期13个月，运营期30年。

■**PPP项目公司成立，增强业绩确定性。**公司拟与通海国营公司共同投资实施通海县第二污水处理厂及配套管网工程PPP项目，并出资设立PPP项目公司。项目公司注册资本为2794.12万元，其中通海国营公司代表政府资本出资950万元，持股比例为34%；公司出资1844.12万元，持股比例为66%。项目建设期仅为13个月，预计建设收入年内将部分结转，利好公司本年度业绩，较大增强了公司业绩增长的确定性。

■**进军污水处理领域，大生态平台大踏步向前：**通海县PPP项目采用BOT的运作方式，通海县住建局通过PPP项目合同授予项目公司投资、建设、运营本项目，同时提供污水处理服务，并根据服务数量收取污水处理费；政府通过对污水处理数量和质量考核支付绩效费。合同期满后，项目资产将无偿移交给政府或政府指定的其他机构。该项目总投资为1.74亿元，其中污水处理厂投资1.52亿元，占总投资比例为87.53%；四街镇配套管网工程投资0.22亿元，占总投资比例为12.47%。该项目是公司向环保业务领域的拓展，公司由单一园林业务向“大生态平台”延伸迈出坚实的一步，预计将利好公司未来业绩提升，也为后续“大生态”市场拓展探索经验。

■**订单总体优质，业绩反转加速：**据公司公告数据显示，公司2016年新签订单10个，合计金额25.28亿元，其中工期在3-12个月之间的项目9个，合计金额12.08亿元，占比47.8%，项目总体工期较短。其中，公司2016年9月中标遂宁市河东新区海绵城市建设仁里古镇PPP项目，总投资额为13.2亿元，已被列入四川省项目库和国家财政部PPP项目库。公司作为地方国有上市公司，在PPP业务方面拥有订单优质、融资成本低、捆绑战略和回款保障四大优势。公司2016年在手订单金额大，质量高，且大部分工期较短，使得公司业绩反转更具确定性。

公司快报

证券研究报告

林木及加工

投资评级 **买入-A**

维持评级

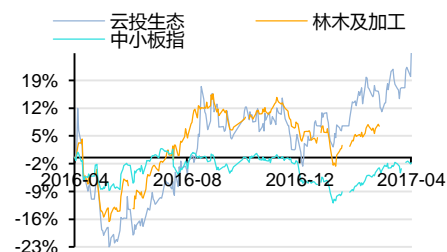
6个月目标价：**29.05元**

股价(2017-04-11) **27.39元**

交易数据

总市值(百万元)	5,043.40
流通市值(百万元)	2,953.44
总股本(百万股)	184.13
流通股本(百万股)	107.83
12个月价格区间	16.80/27.39元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.17	11.08	17.81
绝对收益	13.23	16.06	18.19

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-35082107

相关报告

云投生态：优质订单落地，业绩反转确立	2017-03-16
云投生态：业绩高增长，未来值得期待	2016-08-25
云投生态：强股东，大空间	2016-04-08

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 29.05 元。公司作为云投集团旗下唯一上市平台，受益于云南省 PPP 模式推广、国企改革及生态修复治理，在手订单金额大、质量高，业绩反转确定性较强，我们看好公司国企改革想象空间和大生态领域持续布局，维持公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 29.05 元，相当于 2017 年 35 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**国企改革不及预期，外延发展进展缓慢，项目回款风险、宏观经济下滑、诉讼仲裁等风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	730.9	843.3	931.8	1,677.3	2,432.0
净利润	4.6	10.2	34.6	152.5	243.9
每股收益(元)	0.03	0.06	0.19	0.83	1.33
每股净资产(元)	4.38	4.43	4.62	5.45	6.78

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	1,095.1	492.1	145.6	33.1	20.7
市净率(倍)	6.3	6.2	5.9	5.0	4.0
净利润率	0.6%	1.2%	3.7%	9.1%	10.1%
净资产收益率	0.6%	1.3%	4.1%	15.2%	19.7%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	6.2%	6.1%	6.4%	21.5%	11.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	730.9	843.3	931.8	1,677.3	2,432.0	成长性					
减:营业成本	519.6	592.7	642.9	1,140.5	1,629.5	营业收入增长率	64.4%	15.4%	10.5%	80.0%	45.0%
营业税费	18.6	27.8	30.7	41.9	60.8	营业利润增长率	-180.3%	110.1%	42.2%	189.2%	61.5%
销售费用	41.8	45.0	41.0	72.1	102.1	净利润增长率	-71.0%	122.5%	238.0%	340.4%	60.9%
管理费用	62.9	76.7	55.9	99.0	133.8	EBITDA 增长率	2187.4%	69.6%	21.4%	144.6%	55.3%
财务费用	27.4	43.8	44.5	93.6	141.3	EBIT 增长率	-728.0%	84.3%	24.1%	160.3%	57.6%
资产减值损失	35.4	3.3	40.0	8.0	8.0	NOPLAT 增长率	-727.2%	73.2%	25.1%	160.3%	57.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	77.1%	18.0%	-22.3%	184.0%	-9.6%
投资和汇兑收益	0.4	-	0.1	0.2	0.1	净资产增长率	154.4%	4.2%	9.1%	18.8%	25.3%
营业利润	25.7	54.1	76.9	222.3	356.6	利润率					
加:营业外净收支	-0.5	-10.1	25.0	2.0	2.0	毛利率	28.9%	29.7%	31.0%	32.0%	33.0%
利润总额	25.2	43.9	101.9	224.3	358.6	营业利润率	3.5%	6.4%	8.3%	13.3%	14.8%
减:所得税	2.6	6.9	15.3	33.6	53.8	净利润率	0.6%	1.2%	3.7%	9.1%	10.1%
净利润	4.6	10.2	34.6	152.5	243.9	EBITDA/营业收入	8.9%	13.1%	14.4%	19.6%	21.0%
						EBIT/营业收入	7.3%	11.6%	13.0%	18.8%	20.5%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	58	54	45	23	14
货币资金	106.4	294.5	74.5	134.2	194.6	流动营业资本周转天数	405	477	414	440	451
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	794	907	822	756	758
应收账款	480.2	419.5	634.7	1,206.5	1,465.5	应收帐款周转天数	197	192	204	198	198
应收票据	-	7.3	7.3	14.4	15.8	存货周转天数	494	580	503	510	514
预付帐款	5.2	9.2	32.7	18.3	54.7	总资产周转天数	973	1,131	1,021	862	829
存货	1,188.2	1,527.3	1,077.5	3,671.5	3,279.2	投资资本周转天数	525	634	552	515	500
其他流动资产	117.1	93.3	78.4	96.3	89.3	投资回报率					
可供出售金融资产	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	ROE	0.6%	1.3%	4.1%	15.2%	19.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.9%	1.3%	3.6%	3.4%	5.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	6.2%	6.1%	6.4%	21.5%	11.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	128.1	123.4	111.3	99.1	87.0	销售费用率	5.7%	5.3%	4.4%	4.3%	4.2%
在建工程	-	0.2	0.2	0.2	0.2	管理费用率	8.6%	9.1%	6.0%	5.9%	5.5%
无形资产	39.7	38.6	37.5	36.4	35.3	财务费用率	3.7%	5.2%	4.8%	5.6%	5.7%
其他非流动资产	350.8	371.3	345.0	351.5	349.4	三费/营业收入	18.1%	19.6%	15.2%	15.8%	15.4%
资产总额	2,415.7	2,884.6	2,399.2	5,628.4	5,571.0	偿债能力					
短期债务	666.0	1,058.8	442.5	522.4	639.3	资产负债率	63.2%	67.9%	57.9%	78.7%	73.0%
应付帐款	613.9	613.2	720.1	1,597.2	1,757.3	负债权益比	171.9%	211.7%	137.7%	369.2%	270.2%
应付票据	-	6.7	1.2	4.5	6.4	流动比率	1.40	1.23	1.42	2.25	1.93
其他流动负债	72.8	228.5	181.7	160.5	241.7	速动比率	0.52	0.43	0.62	0.64	0.69
长期借款	130.0	-	-	2,097.4	1,369.2	利息保障倍数	1.94	2.24	2.73	3.38	3.58
其他非流动负债	44.7	51.9	44.1	46.9	47.7	分红指标					
负债总额	1,527.4	1,959.1	1,389.7	4,428.9	4,061.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	82.2	109.0	158.4	195.8	255.5	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	184.1	184.1	184.1	184.1	184.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	622.0	632.4	667.0	819.5	1,063.4						
股东权益	888.3	925.5	1,009.5	1,199.5	1,503.0						
						现金流量表					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	22.6	37.0	34.6	152.6	245.5	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	13.9	15.7	13.2	13.2	13.2	EPS(元)	0.03	0.06	0.19	0.83	1.33
资产减值准备	35.4	3.3	-	-	-	BVPS(元)	4.38	4.43	4.62	5.45	6.78
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	1,095.1	492.1	145.6	33.1	20.7
财务费用	27.9	45.4	44.5	93.6	138.9	PB(X)	6.3	6.2	5.9	5.0	4.0
投资损失	-	-	-0.1	-0.2	-0.1	P/FCF	-11.6	32.0	-16.3	106.5	-325.8
少数股东损益	18.0	26.8	52.0	38.1	61.4	P/S	6.9	6.0	5.4	3.0	2.1
营运资金的变动	-308.0	-165.2	371.3	-2,317.7	322.3	EV/EBITDA	58.3	50.2	40.4	23.1	13.7
经营活动产生现金流量	-212.9	-86.5	515.5	-2,020.4	781.2	CAGR(%)	103.5%	102.4%	77.4%	103.5%	102.4%
投资活动产生现金流量	-31.1	-40.2	14.6	-17.4	7.0	PEG	10.6	4.8	1.9	0.3	0.2
融资活动产生现金流量	213.8	314.4	-750.0	2,097.5	-729.2	ROIC/WACC	0.6	0.6	0.6	2.1	1.2
						REP	4.5	5.7	6.8	1.0	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永、邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034