

强烈推荐-A (维持)

东方园林 002310.SZ

目标估值: 22.5~30 元

当前股价: 16.93 元

2017 年 08 月 10 日

中期净利润超预期, 持续高增长动力足

2017 年上半年, 东方园林实现了超预期的利润增长, 新签订单势头强劲, 累计 PPP 订单规模超过 1100 亿, 且入库率超过 90%。此外, 公司危废、全域旅游等新业务布局也在逐步展开, 利润增长点不断增加, 持续高增长动力充足。

基础数据

上证综指	3262
总股本 (万股)	268116
已上市流通股 (万股)	152014
总市值 (亿元)	454
流通市值 (亿元)	257
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	15.3
资产负债率	62.8%
主要股东	何巧女
主要股东持股比例	41.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	15	27
相对表现	-5	6	12

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《东方园林 (002310) — 第二期员工持股购买完成, 订单总额指引年度高增长业绩》2017-07-11
- 2、《东方园林 (002310) — 纯阳看年报之关于东方园林年报的四点分析》2017-04-18
- 3、《东方园林 (002310) — 增发完成, 业绩上修, 上调目标价至 24 元, 对应市值 643 亿元。》2016-11-10

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

□ **PPP 项目快速推进, 收入大幅增长, 盈利能力提升, 半年度利润增长超出预期。**2017 年上半年, 公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.68 亿元, 同比增长 57.4%; 扣非后的归属净利润为 5.9 亿元, 同比增长 129.4%, 业绩略超预期。若同比均扣除申能业绩贡献后, 实际归属净利润增速更高达 164%。2017 年上半年, 受益于 PPP 项目占比提升, 公司综合毛利率提升了 2.8 个百分点。而净利率的下降主要受剥离申能产生的 -1.2 亿投资收益影响, 若剔除投资收益影响后, 受益于毛利率提升及财务费用率下降, 净利率将提升至 12.7%, 同比提高了 1.2 个百分点, 且半年度净利率通常低于全年较多, 2016 年全年净利率为 16%, 2017 年全年净利率预计可保持在 15% 以上水平。

□ **前三季度业绩预增区间达 50%-80%, 区间较上半年 30%-60% 有所提升, 全年业绩增速预计将更好。**从 2016 年预增区间与实际业绩的比较来看, 最终实现业绩基本在区间上限。在公司历史上, 市场、订单形势较好的 2010、2016 年均实现了归属净利润增速逐季度提升的过程, 而从 2017 年目前的订单形势、及项目进度来看, 2017 年亦有望复制归属净利润逐季度上升的过程, 全年业绩增速预计将更好。

□ **订单形势大好。**2017 年新中标订单已近 400 亿, 势头强劲, 若按此订单新增速度继续下去, 公司 2017 年新增订单总投资额有望超过 700 亿。截至目前, 2015 年以来累计中标金额已超过 1100 亿元, 且项目入库率已高达 90% 以上, 充沛订单及高入库率保障业绩增长。

□ **PPP 项目投资金额大幅增加预示项目进展顺利, 后续收入确认可期。**经营性现金流净额保持为正, 净额同比减少源自经营性现金流中保证金支出及相应税费支出较大, 其中保证金支出同样预示着未来订单和收入、业绩的高增长。

□ **利润点不断增加, 持续高增长动力充足。**我们认为, 近期政策和文件是在规范 PPP 市场, 而非限制 PPP 市场, 市场的规范化对于东方园林、碧水源等综合优势明显的龙头企业更有利, 上半年两大龙头的新增订单势头强劲即是证明。同时, 公司危废、全域旅游等新业务布局也在全面展开, 长期持续增长的动力充足。我们预计, 公司 2017-2019 年预计将实现归属净利润分别为 23.8 亿元、40.2 亿元、57.5 亿元, 半年期目标市值可达到 2018 年 15 倍 PE 估值, 一年期目标市值可达到 2018 年 20 倍 PE 估值, 对应目标市值 600-800 亿元, 对应目标价 22.5 元-30 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

□ **风险提示: 坏账风险。大股东股权质押比例较高。PPP 项目进展低于预期。**

事件:

东方园林发布中报, 公司实现营业收入 49.8 亿元, 同比增长 70.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.68 亿元, 同比增长 57.4%; 扣非后的归属净利润为 5.9 亿元, 同比增长 129.4%, 业绩略超预期。

评论:

一、PPP 项目快速推进, 收入大幅增长, 盈利能力提升, 半年度利润增长超出预期, 前三季度业绩预增区间较上半年提升, 全年业绩增速预计将更好。

东方园林发布中报, 公司实现营业收入 49.8 亿元, 同比增长 70.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润 4.68 亿元, 同比增长 57.4%; 扣非后的归属净利润为 5.9 亿元, 同比增长 129.4%, 业绩略超预期。

- **同比均扣除申能业绩贡献后, 实际归属净利润增速更高:** 2017 年上半年, 中报披露的扣非后归属净利润为 5.86 亿元 (含申能上半年 7100 万利润贡献); 2016 年上半年, 同口径的扣非后归属净利润为 2.55 亿元 (含申能贡献利润约 6000-7000 万); 由于申能目前已经剥离, 因此, 若在 2017 年中报和 2016 年中报同时扣除申能贡献净利润, 2017 年上半年扣非后归属净利润约 5.15 亿元, 2016 年上半年扣非后归属净利润约 1.95 亿元, 同比增速约 164%, 增速更高。
- **收入中 80% 为环境集团业务贡献, 且工程业务收入中 PPP 项目贡献不断提升, 收入的大幅增长主要来自于 PPP 项目的快速推进:** 2017 年上半年, 公司实现营业收入 49.8 亿元, 其中环境集团业务贡献约占 40 亿元。而在工程业务中, PPP 项目贡献收入在工程总收入中占比已达 60%-70%, 较 2016 年 50% 左右的占比有较大提升。受益于 PPP 项目的快速推进, 公司 2017 年上半年实现了快速的收入增长。
- **PPP 项目盈利能力强于传统项目, 2017 年上半年综合毛利率同比提升:** 2017 年上半年, 公司综合毛利率为 31.9%, 同比 2016 年中期 29.1% 的毛利率提高了 2.8 个百分点。毛利率的提升主要还是由于 PPP 项目占比在工程中提高, 而 PPP 项目由于其综合能力要求, 盈利能力往往强于传统项目。因此, 随着公司 PPP 项目收入占比的不断提高, 公司综合毛利率呈现上升趋势。
- **净利率的下降主要受剥离申能产生的 -1.2 亿投资收益影响, 若剔除投资收益影响后, 受益于毛利率提升及财务费用率下降, 净利率将提升至 12.7%, 同比 2016 年中期 11.5% 的水平提升了 1.2 个百分点, 且半年度净利率通常低于全年较多, 2016 年全年净利率为 16%, 2017 年全年净利率预计可保持在 15% 以上水平。**

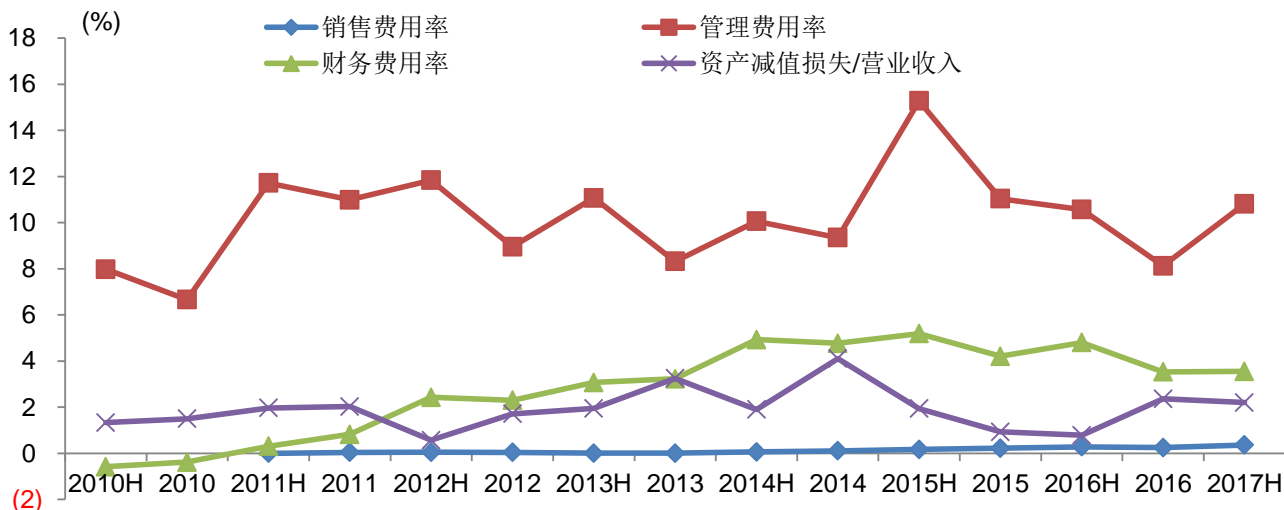
净利率综合情况: 2017 年上半年, 公司报表体现的净利率为 10.3%, 同比 2016 年中期 11.5% 的水平下降了 1.2 个百分点。但是, 净利率下降主要是受剥离申能产生的 -1.2 亿投资收益影响, 若剔除投资收益影响后, 净利率将提升至 12.7%, 同比 2016 年中期 11.5% 的水平提升了 1.2 个百分点。

费用率情况: 2017 年上半年, 公司费用率总体基本稳定。其中销售费用率、管理费用率同比基本持平。而财务费用率较 2016 年同期下降了 1.3 个百分点; 而资产减值损失占收入比重较 2016 年同期上升了 1.4 个百分点。因此, 综合来看, 总体费用率保持稳定。未来, 财务费用率的下降趋势预计将保持, 而资产减值损失随着

PPP 项目回款转好预计比例将有所下降。

净利率的未来趋势，预计仍可保持在 15%以上：未来，即使行业竞争加剧，项目毛利率略有下降。但各项费用中，管理费用率、财务费用率、资产减值损失占收入比重随着收入的快速增长未来仍有持续下降空间。半年度净利率通常低于全年较多，2016 年全年净利率为 16%，即使竞争加剧，2017 年全年净利率预计可保持在 15% 以上水平。

图1：东方园林2010年以来各项费用情况

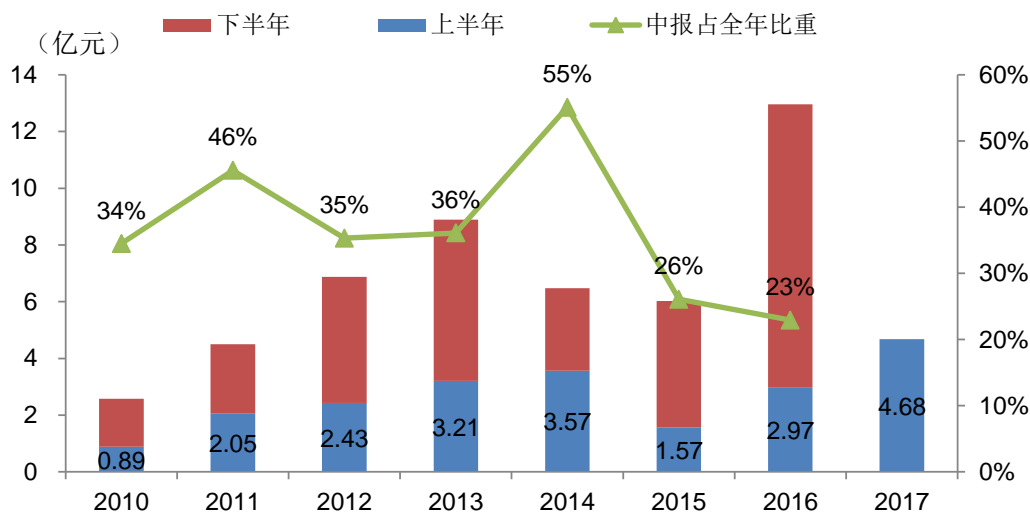


数据来源：WIND，招商证券

- 上半年利润在全年业绩中占比较小，2017 年前三季度业绩预增区间为 50%-80%，较上半年预增区间提升，2017 年有望与 2016 年同样实现逐季度业绩增长，全年业绩增速预计将更好。

从历史情况来看，上半年利润在全年业绩中占比较小，尤其是 2015 年业务转型后，上半年业绩占全年比重均为 20% 多，下半年净利润结算将更多。

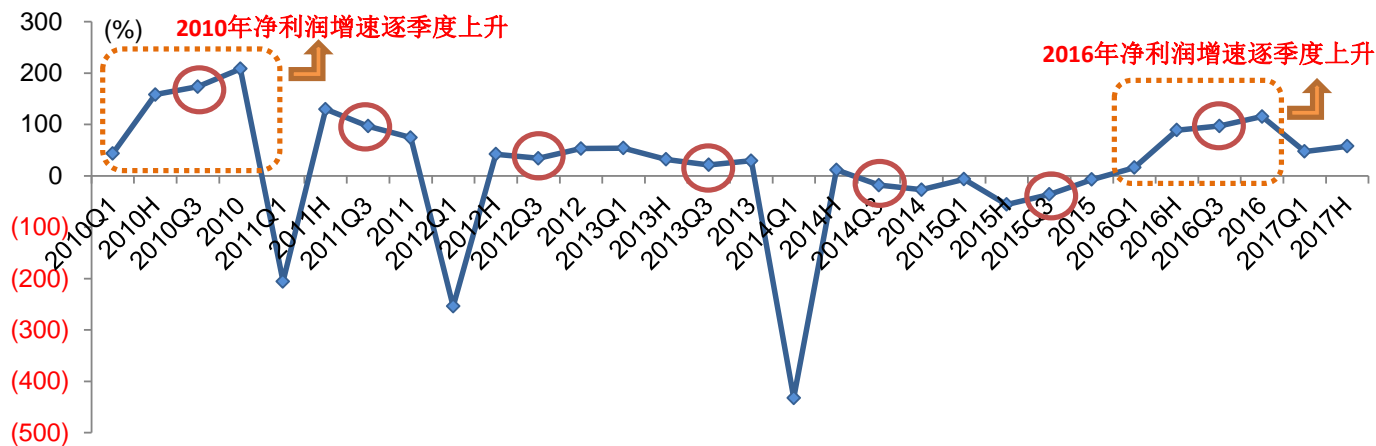
图2：2011-2017 上下半年净利润 (亿元)



数据来源：WIND，招商证券

公司同时发布三季度业绩预增区间为 50%-80%，这一业绩预增水平高于半年度业绩预增 30%-60%的水平，且从 2016 年预增区间与实际业绩的比较来看，最终实现业绩基本在区间上限。在公司历史上，市场、订单形势较好的 2010、2016 年均实现了归属净利润增速逐季度提升的过程，而从 2017 年目前的订单形势、及项目进度来看，2017 年亦有望复制归属净利润逐季度上升的过程，全年业绩增速预计将更好。

图3：2010年以来各报告期东方园林归属净利润增速变化情况



数据来源：WIND，招商证券

表 1：东方园林 2016-2017 年各季度业绩预增区间与实际业绩比较

	2016 中报	2016 年三季报	2016 年年报	2017 年中报
业绩预增区间	50%~80%	60%~90%	85%~115%	30%~60%
实际业绩增速	89%	97%	115%	57%

资料来源：Wind，公司公告，招商证券

二、2017 年新签订单已近 400 亿，势头强劲，2015 年以来累计中标金额已超过 1100 亿元，且项目入库率已高达 90%以上，充沛订单及高入库率保障业绩增长。

2017 年开年以来，东方园林新签 PPP 订单势头强劲。根据中报披露，2017 年上半年中标 PPP 订单投资总额为 286.11 亿元，项目合计中标金额为 302.94 亿元（即传统订单为 16.83 亿元）。

根据公告披露统计，截至目前（2017 年 8 月 10 日），东方园林 2017 年已拥有新增 PPP 订单 377 亿元，而按照过往经验，下半年订单往往多于上半年订单，若按此订单新增速度继续下去，公司 2017 年新增订单有望迎来大幅增长，全年新增 PPP 项目总投资额预计有望超过 700 亿。

截至目前，公司 2015 年以来累计中标 PPP 项目金额已超过 1100 亿元，且项目入库率已高达 90%以上，充沛订单及高入库率将保障业绩的持续高速增长。

表 2: 2015 年以来东方园林中标 PPP 项目汇总

序号	中标时间	工程名称	中标规模 (亿元)
1	2015/1/5	盘县生态景观建设项目	9.8
2	2015/3/13	长春市绿园区合心镇城镇化建设项目 PPP	70.0
3	2015/4/24	武汉市江夏区“清水入江”投融资、策划 (含规划、设计)、建设、运营一体化项目	51.1
4	2015/6/20	射洪县城南生态新城景观及基础设施建设 PPP 项目	20.0
5	2015/6/27	眉山市蟆颐堰一期生态综合治理工程项目投资建设 PPP 项目	7.0
6	2015/8/7	萍乡市湘东区麻山生态新区 PPP 项目	24.0
7	2015/8/13	湖北省 (黄石) 园林博览会园博园 PPP 项目	6.2
8	2015/9/7	武汉市新洲区新城镇建设 PPP 项目	50.7
9	2015/9/16	辽中县城镇化基础设施建设 PPP 项目	30.0
10	2015/9/25	北京市房山区琉璃河湿地公园 PPP 政府采购项目	21.8
11	2015/12/16	武义县壶山生态公园综合提升工程社会资本合作项目	3.0
12	2015/12/30	齐河县生态综合治理 PPP 项目	11.5
13	2015/12/31	修武县运粮河改造及生态城市建设 PPP 项目	6.0
14	2015 年底	巴州区生态建设和水源保护建设 (PPP 模式) 项目	36.0
2015 年公告 PPP 项目合计			347.0
15	2016/1/7	黄陂区新城镇建设 PPP 项目	37.4
16	2016/1/7	火车站北片区二级渠防洪排涝及碧泉湖景观改造 PPP 项目	4.0
17	2016/1/19	斗门水库试验段堤岸环境提升工程 EPC 项目	3.1
18	2016/2/2	镇江市金港产业园东片区基础设施建设 PPP 项目	14.6
19	2016/2/19	阜阳市城南新区水系综合治理 (I-1 期) 建设 PPP 项目	4.8
20	2016/4/19	高平市炎帝文化苑建设工程 PPP 项目	2.6
21	2016/5/6	石家庄正定新区起步区部分生态绿化工程 PPP 项目	4.9
22	2016/5/19	衡水市植物园项目 (PPP 模式)	6.5
23	2016/5/21	夏邑县城市生态环境质量及天龙湖综合开发 PPP 项目	41.3
24	2016/5/26	韩城市三湖及水系工程 PPP 项目	46.9
25	2016/5/26	南水北调中线工程叶县段生态廊道建设及灰河、沙河治理 PPP 项目	5.7
26	2016/6/24	通辽市科尔沁工业园区 (南区) 水资源综合利用及人工湿地生态一体化 PPP 项目	1.7
27	2016/7/1	贵州省荔波县三荔水库、拉寨水库、水春河景区、板麦电站政府与社会资本合作 (PPP) 整体实施项目	26.4
28	2016/7/19	临淄区马莲台生态环境综合治理整治工程 PPP 项目	20.0
29	2016/7/22	长春北湖湿地生态文化综合治理 PPP 项目	40.0
30	2016/9/28	海口市金牛岭公园等 3 个公园建设工程 PPP 项目	6.0
31	2016/9/30	通州-北京城市副中心水环境治理 (北运河生态带) PPP 项目	70.0
32	2016/10/13	美丽金湖全域生态环境保护 PPP 项目	10.3
33	2016/11/15	安徽颍泉泉水湾湿地公园工程 PPP 项目	6.1
34	2016/12/21	平昌县金宝森林康养产业园建设项目 PPP 模式公开采购项目	7.5
35	2016/12/22	庆云县城乡基础设施建设 PPP 项目	1.7
36	2016 年底	单县东舜河生态修复及综合整治 (A 段) PPP 项目	6.8

序号	中标时间	工程名称	中标规模 (亿元)
37	2016 年底	襄阳市鱼梁洲环岛景观带 PPP 项目	8.9
38		其他小 PPP 项目	2.9
2016 年公告 PPP 项目合计			380.1
39	2017/1/12	玉溪大河下游黑臭水体治理及海绵工程项目	33.7
40	2017/2/10	独山县九十九滩水环境综合治理工程 PPP 项目	45.7
41	2017/2/15	济宁市任城区济北采煤塌陷地综合治理 PPP 项目	24.1
42	2017/2/22	霍山县淠源渠水生态文明治理工程 PPP 项目	10.5
43	2017/2/28	庆云县生态景观综合治理工程项目	8.8
44	2017/3/10	随州高新技术产业园区漂水及府河流域水环境综合整治 PPP 项目	16.4
45	2017/3/14	钟山区汪家寨城市棚户区综合整治 PPP 项目	14.9
46	2017/4/7	淄博高新区四宝山区生态建设工程 PPP 项目	17.1
47	2017/4/11	乌鲁木齐高新区 (新市区) 2017 年园林绿化 (A 包) PPP 项目	2.5
48	2017/4/11	乌鲁木齐高新区 (新市区) 2017 年园林绿化 (D 包) PPP 项目	3.6
49	2017/4/15	民权县生态城市建设及水系综合治理 PPP 项目	20.0
50	2017/4/22	昌宁县右甸河城镇核心段流域综合治理 PPP 项目	5.6
51	2017/5	凤凰县全域旅游基础设施建设 PPP 项目	20.6
52	2017/5	腾冲市全域旅游综合能力提升及生态修复 PPP 项目	18.2
53	2017/5/31	淄博市临淄区水生态建设 PPP 项目	21.5
54	2017/6/3	栾川县 5A 县城景观提升工程 PPP 项目	6.0
55	2017/6/14	保山中心城市青华海国家湿地公园及保山中心城市万亩东山生态恢复工程 PPP 项目	54.0
56	2017/7/4	吉林市松花江南部新城段水生态综合治理 PPP 项目	5.3
57	2017/7/17	南充市顺庆区文化旅游广播影视局西河生态村乡村旅游开发 PPP 项目	4.6
58	2017/7/18	乌兰察布市机场连接线道路绿化工程 PPP 项目	4.0
59	2017/7/24	东宝区圣境山旅游综合开发 PPP 项目	8.6
60	2017/7/24	安徽居巢经济开发区南区 (亚父园区) 景观 PPP 工程	8.3
61	2017/7/26	衡水市冀州区冀新公园及冀午渠滨水公园建设工程 PPP 项目	2.1
62	2017/7/31	巴彦淖尔市城市生态绿化及水系 PPP 项目	21.5
2017 年至今已公告 PPP 项目合计			377.3
2015 年以来所有公告 PPP 项目合计			1104.5

资料来源：公司公告，招商证券

三、现金流状况分析：PPP 项目投资金额大幅增加预示项目进展顺利，后续收入确认可期。经营性现金流净额保持为正，净额同比减少源自于经营性现金流中保证金支出及相应税费支出较大，其中保证金支出同样预示着未来订单和收入、业绩的高增长。

(1) PPP 项目投资金额大幅增加预示项目进展顺利，后续收入确认可期。

2017 年上半年，现金流量表中“投资支付的现金”科目中的 14 亿元，与 PPP 项目子公司设立相关的约为 10 亿元。从设立 SPV 公司，到开工建设和银行放款，大约需要 3-6 个月时间，投资支付的现金与收入确认及经营性现金回流会有 3-6 个月时差。从半

年度来看，开工到收回银行贷款时差较为明显，因此上半年投资支付现金与经营性现金流净额相差较大。但目前投资支出现金大幅增加，说明东方园林的 SPV 公司设立很快，项目的快速推进将对下半年收入和利润兑现可以有很大贡献。

(2) 经营性现金流净额保持为正，同比下降与保证金、相应税费支出大幅增加有关

公司 2017 年上半年经营性现金流净额为 2.2 亿元，保持为正，但与 2016 年上半年 5.5 亿元的经营性现金流净额相比有大幅下降。而经营性现金流净额下降的原因如下：

第一，从设立 SPV 公司，到开工建设和银行放款，大约需要 3-6 个月时间，投资支付的现金与收入确认及经营性现金回流会有 3-6 个月时差。从半年度来看，开工到收回银行贷款时差较为明显，随着 6、7 月份持续有银行贷款落地放款，下半年经营性现金流流入状况可得到较明显改善；

第二，2017 年，是公司各项业务大力拓展、加速新签订单的一年，经营性现金流出中的保证金、相应税费支出同比 2016 年中期有大幅增加。其中，2017 年上半年支付的各项税费达到 4.6 亿元，同比 2016 年中期的 2.8 亿元增加了 64%；而支付其他与经营活动有关的现金（含投标保证金等）高达 7.9 亿元，同比 2016 年中期的 3.2 亿元增加了 149%。通过分析支出明细可以看到，2017 年上半年，东方园林履约保证金支出为 2843 万元，同比增长 67%，投标保证金支出为 3.4 亿元，同比增长 321%，保证金类现金支出较去年同期增加了近 2 亿元。而投标保证金支出的大幅增长同样预示着未来订单和收入、业绩的高增长。

表 3：2016-2017 年支付其他与经营活动有关的现金中保证金变化

项目	2017H	2017H 同比变化	2016	2016H	2015
履约保证金	28,434,680.17	67%	21,429,128.62	17,009,480.22	179,860,815.17
投标保证金/押金	340,487,835.13	321%	253,387,504.19	80,885,451.31	209,618,823.33
备用金收支净额	38,652,448.12	74%	11,587,481.11	22,207,580.54	11,597,819.40

资料来源：公司公告，招商证券

四、近期出台的政策和文件是在规范 PPP 市场，而非限制 PPP 市场，市场的规范化对于东方园林、碧水源等综合优势明显的龙头企业更有利。未来，PPP 订单将继续大幅增加，此外，虽然剥离中能，但公司的危废布局仍在继续，全域旅游业务也将全新展开，公司利润增长点将不断增加，持续高增长动力充足，维持“强烈推荐-A”评级。

(1) 不论 87 号文、或是 55 号文，其宗旨都在于规范 PPP 市场，而非限制 PPP 市场，市场的规范化对于东方园林、碧水源等综合优势明显的龙头企业更为有利。千亿 PPP 订单已对业绩增长形成强指引。

2017 年上半年，政府陆续出台了一系列和 PPP 项目实施相关的政策，包括备受关注的 87 号文、55 号文，使得市场对于 PPP 项目推进的前景和速度都较为悲观。但事实上，无论 87 号文还是 55 号文，其宗旨均在于规范 PPP 市场发展、控制风险，而非限制 PPP 市场的发展。而市场的规范化对于东方园林、碧水源等综合优势明显的龙头企业更为有利，将提升优势龙头在全市场上的竞争力。这一点，从 2017 年上半年的接单形势中也可以看出。2017 年上半年，东方园林、碧水源均实现了新签订单的强势增长。

目前，东方园林已拥有超过 1100 亿的 PPP 订单，对业绩高增长具备强指引，2017 年 20 亿以上净利润兑现已基本锁定，而 90% 以上的高入库率也保证了未来项目的落地速度和业绩兑现。未来，随着 PPP 市场的规范化，基本中标订单均为入库项目，入库率更有望向 100% 不断靠近。

(2) 虽然剥离申能，但危废布局仍在继续。

2017 年上半年，公司完成申能股份剥离，剥离后，市场对于其危废业务发展战略存在较多疑虑。而从中报情况来看，一方面，金源铜业在 2017 年上半年贡献了较好的利润增长，实现净利润 2690 万元；另一方面，公司还新收购南通九州、杭州绿嘉等危废公司，并新设立甘肃东方瑞龙以及周口东方园林开展危废业务。可见，剥离申能并不影响公司危废战略的贯彻实施，危废布局仍然继续拓展，未来将成为公司利润的另一增长点。

(3) 全域旅游业务也将全新展开，公司利润增长点将不断增加。

此外，2017 年上半年，公司还合并文旅集团，将全面展开全域旅游业务。上半年已斩获凤凰、腾冲、东宝区圣境山共 3 个 PPP 项目，虽然目前尚未贡献收益，但未来也将形成公司新的利润增长点。

因此，综合来看，一方面，公司 PPP 订单形势大好，另一方面，危废、全域旅游等新业务布局也在全面展开，长期持续增长的动力充足。考虑 2017 年申能股份剥离，我们预计，公司 2017-2019 年预计将实现归属净利润分别为 23.8 亿元、40.2 亿元、57.5 亿元，对应 EPS 分别为 0.89 元、1.50 元、2.15 元，未来三年复合增速达 64%，我们认为半年期目标市值可达到 2018 年 15 倍 PE 估值，一年期目标市值可达到 2018 年 20 倍 PE 估值，对应目标市值 600-800 亿元，对应目标价 22.5 元-30 元，维持“强烈推荐-A”评级。

五、风险提示

历史应收账款带来的坏账风险。大股东股权质押比例较高。PPP 项目进展低于预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	14433	17303	23913	35144	48680
现金	2655	2789	3022	4578	7511
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	373	80	156	260	362
应收款项	3789	5124	8308	12485	17354
其它应收款	473	388	755	1260	1752
存货	7040	8783	11398	16103	21066
其他	103	140	274	457	635
非流动资产	3263	6703	9775	14492	18337
长期股权投资	45	168	168	168	168
固定资产	852	883	913	941	966
无形资产	82	539	1085	1777	1599
其他	2284	5112	7609	11606	15603
资产总计	17696	24006	33688	49635	67018
流动负债	9687	10906	15987	25849	35577
短期借款	2006	1236	1200	2000	2800
应付账款	3462	4914	8670	14316	19899
预收账款	297	1048	2078	3454	4801
其他	3923	3708	4039	6080	8077
长期负债	1608	3662	5962	8262	10562
长期借款	68	853	1653	2453	3253
其他	1540	2809	4309	5809	7309
负债合计	11295	14568	21949	34111	46139
股本	1009	2677	2677	2677	2677
资本公积金	1726	1758	1758	1758	1758
留存收益	3515	4751	7050	10833	16185
少数股东权益	150	253	254	256	259
归属于母公司所有者权益	6250	9185	11485	15268	20619
负债及权益合计	17696	24006	33688	49635	67018
现金流量表					
单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	368	1568	3116	4736	5772
净利润	602	1296	2380	4021	5754
折旧摊销	60	104	122	178	249
财务费用	265	315	703	1176	1472
投资收益	0	(29)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(582)	(172)	(78)	(633)	(1699)
其它	22	55	17	23	26
投资活动现金流	(1637)	(2644)	(3195)	(4895)	(4095)
资本支出	(120)	(344)	(695)	(895)	(95)
其他投资	(1517)	(2300)	(2500)	(4000)	(4000)
筹资活动现金流	707	1053	313	1715	1255
借款变动	976	(1567)	(433)	1600	1600
普通股增加	0	1669	0	0	0
资本公积增加	14	31	0	0	0
股利分配	(66)	(61)	(80)	(238)	(402)
其他	(218)	980	826	353	57
现金净增加额	(562)	(24)	233	1556	2933

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5381	8564	16681	27852	38715
营业成本	3639	5752	11408	18962	26357
营业税金及附加	164	51	100	166	231
营业费用	12	22	42	70	97
管理费用	594	697	1357	2266	3149
财务费用	226	303	703	1176	1472
资产减值损失	50	202	344	533	666
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	29	29	29	29
营业利润	694	1567	2757	4709	6772
营业外收入	18	72	72	72	72
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	711	1638	2828	4780	6843
所得税	111	256	446	758	1087
净利润	600	1381	2382	4023	5756
少数股东损益	(2)	85	2	2	2
归属于母公司净利润	602	1296	2380	4021	5754
EPS (元)	0.60	0.48	0.89	1.50	2.15
主要财务比率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	15%	59%	95%	67%	39%
营业利润	-4%	126%	76%	71%	44%
净利润	-7%	115%	84%	69%	43%
获利能力					
毛利率	32.4%	32.8%	31.6%	31.9%	31.9%
净利率	11.2%	15.1%	14.3%	14.4%	14.9%
ROE	9.6%	14.1%	20.7%	26.3%	27.9%
ROIC	8.6%	12.3%	19.9%	24.8%	25.7%
偿债能力					
资产负债率	63.8%	60.7%	65.2%	68.7%	68.8%
净负债比率	14.9%	13.7%	8.5%	9.0%	9.0%
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.4	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
存货周转率	0.6	0.7	1.1	1.4	1.4
应收帐款周转率	1.5	1.9	2.5	2.7	2.6
应付帐款周转率	1.2	1.4	1.7	1.6	1.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.60	0.48	0.89	1.50	2.15
每股经营现金	0.36	0.59	1.16	1.77	2.16
每股净资产	6.20	3.43	4.29	5.70	7.70
每股股利	0.06	0.03	0.09	0.15	0.21
估值比率					
PE	28.4	35.0	19.0	11.3	7.9
PB	2.7	4.9	3.9	3.0	2.2
EV/EBITDA	100.0	48.8	26.3	15.6	11.1

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。

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。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

弋隽雅：中国社科院硕士，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

王啸：北航硕士，CFA，曾就职于神华海外公司，2015 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名、2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《金牛奖》2016 年最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名。

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

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，任何机构和个人均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。