

2017年08月21日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

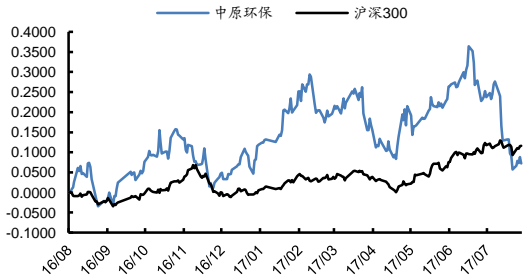
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：任春阳 S0350116050011
0755-83026892 rency@ghzq.com.cn

业绩符合预期，拓展固废完善产业链

——中原环保（000544）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	-13.4	-11.8	8.5
沪深 300	-0.6	9.4	10.7

市场数据 2017-08-18

当前价格（元）	17.59
52 周价格区间（元）	15.76 - 22.79
总市值（百万）	11429.80
流通市值（百万）	4739.80
总股本（万股）	64978.97
流通股（万股）	26945.98
日均成交额（百万）	95.21
近一月换手（%）	31.21

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

8月18日晚，公司发布2017年半年报：公司上半年实现营收46421.10万元，同比增长4.63%，实现归属于上市公司股东的净利润17543.74万元，同比增长38.37%。同时公告称，公司与郑州鼎盛工程技术成立合资公司（公司持股60%）用于拓展建筑垃圾、污泥处理业务，与郑州紫盈节能环保科技成立合资公司（公司持股35%）用于拓展市政污泥业务。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 业绩符合预期，污水处理业务毛利率持续提升

公司上半年实现营收46421.10万元，同比增长4.63%，实现归属于上市公司股东的净利润17543.74万元，同比增长38.37%。净利润增长率高于营收增速的原因是收回郑州财政局所欠污水处理费2.9亿元，冲回坏账准备239.22万元。综合毛利率42.32%，同比增加1.33pct。分业务来看，污水处理业务实现营收4.04亿元（+1.95%），占比87.12%，毛利率为48.25%，同比增加2.5pct，主要源于水价提升及资产重组后公司管理效率的提升，供热销售3468.47亿元（+30.38%），毛利率为-68.34%，同比减少27.88pct，主要是源于供热业务剥离的缘故，管网工程收入1516.39万元（+24.20%），毛利率为100%，提升5.39pct。期间费用方面：管理费用2355.84万元，同比减少35.48%，主要是由于房产税、土地使用税等相关税费会计变更所致，财务费用1091.18亿元，同比减少63.58%，主要是由于贷款减少。

■ 拟拓展固废业务完善产业链，欲打造生态环境综合服务商

公司近期分别与郑州鼎盛工程技术成立合资公司（公司持股60%）用于拓展建筑垃圾、污泥处理业务，与郑州紫盈节能环保科技成立合资公司（公司持股35%）用于拓展市政污泥业务。公司在立足污水处理和集中供热的基础上不断拓展产业链，目前已经延伸到中水回用，沼气利用等领域，同时污泥处理技术已经成功研发出污泥处理试剂和干化设备，技术比较领先，目前已经获得国家电网荣阳煤电一体化公司的试用。公司此次设立2个合资公司，意在拓展污泥处置业务，进入固废领域完善产业链。同时公司在河道生态修复及

特色小镇等领域也有丰富的经验，公司生态环境综合服务平台不断成型。

■ **河南省国有环保平台，资产注入+PPP 模式扩张，看好公司未来发展**

公司是河南省唯一一家公用事业及环境生态类国有控股平台，2016年通过资产重组后剥离大部分供热业务，注入污水资产，解决同业竞争问题，同时净化公司承诺未来将建成的郑东新区污水处理厂（100万吨/日）和双桥污水厂（60万吨/日）注入到上市公司，届时公司的污水处理能力将得到大幅提升。同时控股股东公用事业集团下有垃圾发电、自来水业务等资产，不排除未来注入到上市公司的可能。另外公司已经中标郑州航空港污水处理项目，这是公司拓展的第一个 PPP 项目，随着河南省 PPP 项目推进的加速，作为省内唯一一家国有大环保平台，公司有望获得更多 PPP 项目，公司发展前景值得期待。

■ **盈利预测和投资评级：首次覆盖给予公司“增持”评级。**我们看好公司未来的发展前景。预计公司 2017-2019 EPS 分别为 0.51、0.61、0.70 元，对应当前股价 PE 为 34、29、25 倍，首次覆盖给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**污水处理费下降的风险、PPP 项目拓展不及预期的风险、应收账款大幅增加的风险、资产注入进度低于预期的风险、宏观经济下行风险

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	937	1014	1172	1336
增长率(%)	81%	8%	16%	14%
净利润（百万元）	298	334	398	456
增长率(%)	191%	12%	19%	15%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.51	0.61	0.70
ROE(%)	5.66%	5.97%	6.64%	7.08%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 中原环保盈利预测表

证券代码:	000544.SZ				股价:	17.59	投资评级:	增持	日期:	2017-08-18
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	6%	7%	7%	EPS	0.46	0.51	0.61	0.70	
毛利率	41%	40%	41%	42%	BVPS	7.97	8.48	9.09	9.78	
期间费率	18%	10%	10%	10%	估值					
销售净利率	32%	33%	34%	34%	P/E	38.42	34.25	28.75	25.07	
成长能力					P/B	2.21	2.07	1.94	1.80	
收入增长率	81%	8%	16%	14%	P/S	12.20	11.27	9.75	8.56	
利润增长率	191%	12%	19%	15%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.15	0.16	0.17	0.18	营业收入	937	1014	1172	1336	
应收账款周转率	2.60	5.79	3.65	3.65	营业成本	555	611	691	778	
存货周转率	20.42	45.63	36.50	30.42	营业税金及附加	29	10	12	13	
偿债能力					销售费用	0	0	0	0	
资产负债率	15%	13%	12%	12%	管理费用	84	81	94	107	
流动比	3.84	4.17	5.01	6.30	财务费用	53	15	12	11	
速动比	3.76	4.13	4.95	6.22	其他费用 / (-收入)	(2)	(1)	(1)	(1)	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	214	295	363	425	
现金及现金等价物	914	1038	1219	1687	营业外净收支	101	58	58	58	
应收款项	361	175	321	366	利润总额	315	353	421	483	
存货净额	27	14	19	26	所得税费用	17	19	22	26	
其他流动资产	57	62	71	81	净利润	298	335	399	457	
流动资产合计	1359	1289	1630	2161	少数股东损益	1	1	1	1	
固定资产	2868	2825	2804	2794	归属于母公司净利润	298	334	398	456	
在建工程	103	173	173	143	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	1784	2084	2125	2155	经营活动现金流	238	693	466	626	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	298	335	399	457	
资产总计	6203	6459	6821	7341	少数股东权益	1	1	1	1	
短期借款	5	0	0	0	折旧摊销	150	203	211	211	
应付款项	126	102	115	130	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	36	19	22	26	营运资金变动	(211)	235	(178)	(79)	
其他流动负债	187	187	187	187	投资活动现金流	(320)	(27)	21	40	
流动负债合计	354	309	325	343	资本支出	(41)	(27)	21	40	
长期借款及应付债券	520	490	440	490	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	71	71	71	71	其他	(279)	0	0	0	
长期负债合计	591	561	511	561	筹资活动现金流	206	(38)	(54)	45	
负债合计	945	870	836	904	债务融资	(483)	(35)	(50)	50	
股本	650	650	650	650	权益融资	1213	0	0	0	
股东权益	5258	5589	5984	6437	其它	(523)	(3)	(4)	(5)	
负债和股东权益总计	6203	6459	6821	7341	现金净增加额	124	628	433	712	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

单击此处输入文字。