

年内百亿规模项目落地, 新年将有新期待

- **事件:** 公司近日收到九江市柘林湖湖泊生态环境保护 PPP 项目《中标通知书》, 中标价为 24.12 亿元。
- **江西重点 PPP 项目, 项目典型性高, 具备示范效益。** 九江市柘林湖湖泊生态环境保护 PPP 项目是国内首批 30 个财政部 ppp 项目之一, PPP 项目的典型性高, 具备示范效益, 整个项目包括 2-3 年的项目建设期和后续各子项目 14 年的运营期, 项目实施将促进公司业绩快速增长并为公司贡献持续和稳定的现金流。根据公司此前公告,《江西省九江市柘林湖湖泊生态环境保护总体方案(2012~2017)》纳入 PPP 实施范围的项目共包括三大类 21 个子项目。其中, 隶属庐山山海风景名胜区管委会的项目为 8 个, 隶属武宁县的项目为 4 个, 隶属修水县的项目为 9 个, 整体项目计划 2018 年 9 月底建设完成。项目整体采用 DBFOT(设计优化-建造-融资-运营-移交)运作模式, 由中标社会资本与政府方出资代表设立项目公司, 负责本项目的设计优化、投融资、建设、运营、期满移交等相关工作。运营期内, 政府通过购买服务方式每年支付服务费。
- **在手订单体量庞大, 未来业绩高速增长可期。** 公司年内先后中标和签订了莱芜雪野旅游区、安徽灵璧等多个 PPP 项目, 加上九江项目合计 PPP 订单和合同超过百亿规模, 体量庞大, 将支撑公司业绩良好增长。在此基础上预计明年公司将更上一层, 斩获新进 PPP 项目超百亿规模, 未来几年业绩高速增长可期。
- **非公开发行拟 12.42 亿元收购中艺生态, 完善生态修复产业链。** 中艺生态较早从事生态环境建设, 具有多项技术优势和生态修复项目实施经验(盐碱地等), 在园林建设绿化和生态修复领域资质较全, 积累颇深, 优势显著。根据业绩承诺, 中艺生态盈利能力良好。收购完成后, 公司将进一步完善生态修复产业链, 提升在生态环境建设领域的核心技术和业务资源, 扩大环保业务范围, 提升公司竞争优势。
- **产业链构建日趋完善, 打造综合性的生态环保服务商。** 公司通过一系列收购, 从单一的设备制造商逐步转型为涵盖了河道清淤疏浚、污水处理、污泥处理和生态修复业务为一体的综合性环境服务商, 业务范围广泛, 环保业务能力强劲。
- **投资建议和估值:** 增发预计 2016 年完成, 考虑增发测算公司 2015-2017 年的摊薄后 EPS 为 0.34 元、1.02 元和 1.55 元, 对应 PE 为 157x、52x 和 34x, 公司储备上百亿订单, 16 年业绩高速增长确定性高, 未来业绩弹性大, 有望实现爆发式增长, 外延式扩张持续推进可期, 建议重点关注。
- **风险提示:** 非公开发行不确定预期风险; 项目建设低于预期风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	749.76	1040.35	3514.71	5390.01
增长率	132.78%	38.76%	237.84%	53.36%
归属母公司净利润(百万元)	63.54	139.04	449.82	687.33
增长率	194.16%	118.81%	223.51%	52.80%
每股收益 EPS(元)	0.15	0.34	1.02	1.55
净资产收益率 ROE	6.18%	5.21%	14.53%	18.31%
PE	344.67	157.52	52.11	34.10
PB	8.49	8.79	7.57	6.25

数据来源: Wind, 西南证券

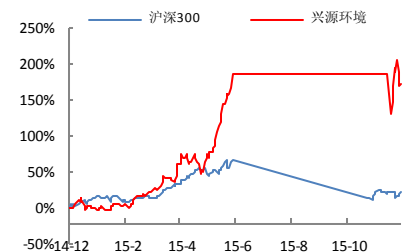
西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

分析师: 王颖婷
执业证号: S1250515090004
电话: 023-67610701
邮箱: wyting@swsc.com.cn

分析师: 姚健
执业证号: S1250515060002
电话: 010-57631190
邮箱: yaoj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.14
流通 A 股(亿股)	1.35
52 周内股价区间(元)	17.84-61.66
总市值(亿元)	219.01
总资产(亿元)	16.79
每股净资产(元)	2.67

相关研究

1. 兴源环境(300266): 综合性生态环保服务商, 未来高速发展可期 (2015-11-23)

1 各子板块发展定位明确，形成良好协同效应

公司通过一系列收购，从单一的设备制造商逐步转型为涵盖了河道清淤疏浚、污水处理、污泥处理和生态修复业务为一体的综合性环境服务商，业务范围广泛，环保业务能力强劲。

公司在向平台型方向发展的同时，每个细分市场都给有定位，力争做细做精，具体而言：

➤ 装备制造业务

目前主要业务包括压滤机的系统集成。公司是国内最早从事压滤机生产的企业之一，也是中国压滤机行业首家上市公司。公司研发的污泥深度脱水技术处于全国领先水平，近年来整体市场占有率稳居行业前三名，是国内压滤机行业骨干企业之一，也是南方最大的压滤机制造企业。未来公司的压滤机业务会进一步延伸，引入先进、核心技术。

➤ 污泥处理业务

公司的污泥处置一体机具备核心技术，可实现市政、河道以及工业污泥减容减量，并降低处理处置成本。公司的污泥一体机技术优势包括药剂优势和设备优势。

（1）药剂具备沉降更快，比加其他药剂的泥水分离速度快等优势，在经压滤机过滤压榨后泥饼的含水率在 60% 以下；处理后的泥饼不发臭、遇水不反溶、自然风干速度快；经处理后的泥饼燃值高，利于焚烧等。

（2）设备具备高度的集成化、系统化、自动化等优势，能提高脱水效率，较大缩短过滤周期；脱水效果好，无需再进行后续干化处理就能满足填埋、焚烧、制砖或堆肥需要；运行成本低，节约污泥堆放场地，减少运输费用，节能减排明显，并实现了循环经济。

➤ 水处理业务

主要由浙江疏浚、浙江水美、银江环保几个平台负责。

浙江疏浚拥有河道疏浚牌照，环保业务占比高，发展快，公司聚焦江河湖库生态疏浚与沿海疏浚领域。与传统疏浚公司的区别在于公司在疏浚的基础上有着改善水质和水环境的深层次目标。

水美环保在工业、市政系统集成的业绩经验较强，此前以工业水处理为主，后期市政领域投入加大，目前市政业务占比约 50%，此前业绩大幅度增长也来自于此。除国内市场，水美环保也开拓有东南亚市场。

银江环保专业提供水环境综合治理整体解决方案，业务领域涉及农村污水治理，城市河道治理，工业废水治理，市政尾水提标，景观水处理，中水及雨水回用，智慧环保平台等业务，主要定位在农村污水处理市场。

➤ 有机废气处理

兴源节能环保致力于细分领域有机废气的回收处置以达到节能降耗的目标。

➤ 生态修复

中艺生态集土壤修复、市政园林和景观建设、生态治理业务为一体。自有核心技术含量较高，是高新企业。中艺生态资质全面，在土壤修复方面拥有盐碱地改造优势，已在天津完成了较大盐碱地项目。

➤ 智慧环保

公司目前参股上海昊沧发展智慧环保，环保工程信息化管控业务。上海昊沧主要设计和销售系统软件，系统软件运用于水务及环保行业的智能化、信息化和自动化领域，COD 总磷总氮浓度可以进行实时监控，促进公司向检测监控领域发展。

2 在手订单体量庞大，未来业绩有望实现爆发式增长

在手订单体量庞大，未来有望实现快速增长。公司年内先后中标和签订了莱芜雪野旅游区、安徽灵璧等多个 PPP 项目，加上九江项目合计 PPP 订单和合同超过百亿规模，体量庞大，将支撑公司业绩良好增长。在此基础上预计明年公司将更上一层楼，斩获新进 PPP 项目超百亿规模，未来几年业绩高速增长可期。

表 1: PPP 及其他项目概况

时间	项目	规模 (亿元)
2015 年 4 月 7 日	湖州市吴兴区东部新城污水管网提升改造 PPP 合作框架协议	2
2015 年 4 月 17 日	贵州凯里经济开发区下司镇水环境治理工程项目投资合作框架协议	3
2015 年 5 月 19 日	浙江钱江潮源生态湿地项目 PPP 合作框架协议	5
2015 年 7 月 4 日	安徽碭山合作框架协议	10
2015 年 7 月 23 日	莱芜雪野旅游区合作框架协议	28
2015 年 8 月 28 日	安徽灵璧合作框架协议	12
2015 年 9 月 16 日	福建诏安合作框架协议	25
2015 年 12 月 3 日	九江市柘林湖湖泊生态环境保护 PPP 项目	24
PPP 合计		109
其他项目情况		
2015 年 8 月 5 日	浦江县通济桥水库综合整治一期工程 (生态清淤工程) 一阶段施工中标	0.88
2015 年 10 月 13 日	临海市括苍等 6 座镇级污水处理厂 BOT 及 2 座镇级污水处理厂委托运营项目预中标	2.21
其他项目合计		3.09

数据来源: 公司公告, 西南证券

3 盈利预测及估值评级

增发预计 2016 年完成, 考虑增发测算公司 2015-2017 年的摊薄后 EPS 为 0.34 元、1.02 元和 1.55 元, 对应 PE 为 157x、52x 和 34x, 公司储备上百亿订单, 16 年业绩高速增长确定性强, 未来业绩弹性大, 有望实现爆发式增长, 外延式扩张持续推进可期, 建议重点关注。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	749.76	1040.35	3514.71	5390.01	净利润	79.86	149.20	482.70	737.57
营业成本	543.25	735.41	2567.29	3918.44	折旧与摊销	32.38	32.96	56.96	80.96
营业税金及附加	10.70	14.56	52.72	70.07	财务费用	1.26	-7.07	77.22	167.44
销售费用	24.30	33.29	87.87	134.75	资产减值损失	17.55	17.55	17.55	17.55
管理费用	67.31	78.03	151.13	220.99	经营营运资本变动	-503.11	-434.45	-4620.09	-882.54
财务费用	1.26	-7.07	77.22	167.44	其他	479.00	207.66	1759.02	1357.05
资产减值损失	17.55	17.55	17.55	17.55	经营活动现金流净额	92.73	-45.35	-2263.04	1422.39
投资收益	0.32	0.00	0.00	0.00	资本支出	-77.41	-600.00	-600.00	-600.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-53.63	5.91	5.91	5.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-131.04	-594.09	-594.09	-594.09
营业利润	85.73	168.58	560.93	860.78	短期借款	0.00	17.45	4683.13	677.40
其他非经营损益	7.62	6.95	6.95	6.95	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.35	175.53	567.88	867.73	股权融资	0.00	40.48	0.00	0.00
所得税	13.49	26.33	85.18	130.16	支付股利	-6.99	-9.73	-20.24	-30.93
净利润	79.86	149.20	482.70	737.57	其他	10.69	1239.11	-73.71	-162.05
少数股东损益	16.32	10.16	32.88	50.24	筹资活动现金流净额	3.71	1287.31	4589.18	484.42
归属母公司股东净利润	63.54	139.04	449.82	687.33	现金流量净额	-34.61	647.87	1732.05	1312.71
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	80.38	965.73	2697.79	4010.50	成长能力				
应收和预付款项	458.62	476.24	2698.21	2375.68	销售收入增长率	132.78%	38.76%	237.84%	53.36%
存货	143.37	292.68	1229.57	1093.83	营业利润增长率	289.64%	96.65%	232.73%	53.46%
其他流动资产	16.60	16.60	16.60	16.60	净利润增长率	269.71%	86.83%	223.51%	52.80%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	200.73%	59.03%	248.60%	59.01%
投资性房地产	60.14	53.90	47.66	41.42	获利能力				
固定资产和在建工程	439.13	999.04	1534.95	2046.86	毛利率	27.54%	29.31%	26.96%	27.30%
无形资产和开发支出	219.50	215.32	211.15	206.98	三费率	12.39%	10.02%	9.00%	9.71%
其他非流动资产	0.74	0.74	0.74	0.74	净利率	10.65%	14.34%	13.73%	13.68%
资产总计	1418.49	3020.26	8436.68	9792.62	ROE	6.18%	5.21%	14.53%	18.31%
短期借款	25.00	42.45	4725.58	5402.98	ROA	6.60%	6.02%	7.82%	10.78%
应付和预收款项	292.81	228.69	499.52	471.42	ROIC	12.01%	12.25%	19.41%	10.97%
长期借款	42.44	42.44	42.44	42.44	EBITDA/销售收入	16.81%	19.26%	19.87%	20.61%
其他负债	12.58	12.58	12.58	12.58	营运能力				
负债合计	372.82	326.15	5280.11	5929.41	总资产周转率	0.53	0.37	0.43	0.56
股本	165.13	443.10	443.10	443.10	固定资产周转率	1.81	2.61	3.76	3.73
资本公积	641.03	1872.03	1872.03	1872.03	应收账款周转率	1.87	2.41	1.34	2.37
留存收益	222.48	351.79	781.36	1437.76	存货周转率	3.79	2.51	2.09	3.58
归属母公司股东权益	1028.64	2666.92	3096.50	3752.89	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.96	—	—	—
少数股东权益	17.03	27.19	60.07	110.31	资本结构				
股东权益合计	1045.67	2694.11	3156.56	3863.20	资产负债率	26.28%	11.72%	64.40%	62.05%
负债和股东权益合计	1418.49	3020.26	8436.68	9792.62	带息债务/总负债	18.09%	26.03%	90.30%	91.84%
					流动比率	2.19	5.54	1.23	1.24
					速动比率	1.69	4.41	0.99	1.05
					股利支付率	11.00%	7.00%	4.50%	4.50%
					每股指标				
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股收益	0.15	0.34	1.02	1.55
EBITDA	126.01	200.38	698.54	1110.74	每股净资产	2.48	6.44	6.99	8.47
PE	344.67	157.52	52.11	34.10	每股经营现金	0.22	-0.11	-5.11	3.21
PB	8.49	8.79	7.57	6.25	每股股利	0.02	0.02	0.05	0.07
PS	29.21	21.05	6.67	4.35					
EV/EBITDA	69.99	117.54	40.47	26.10					
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn