



业绩高增长符合预期，环境治理综合服务 商雏形显现

2016年08月25日

强烈推荐/首次

云投生态

财报点评

——云投生态（002200）中报点评

姓名	分析师：杨若木 Email: yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
姓名	联系人：刘博 联系人：于洋 联系人：庞天一	Email: liubo_yjs@dxzq.net.cn Email: yuyang_yjs@dxzq.net.cn Email: pangty@dxzq.net.cn

事件：

1) 公司发布2016年中报，上半年实现营收4.68亿元，同比增长37.26%；实现归母净利润0.25亿元，同比增长762.54%。2) 公司同时发布三季度业绩指引，预计1-9月实现归母净利润0.34-0.36亿，同比增长590.13%-638.85%。

公司分季度财务指标

指标	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2
营业收入（百万元）	730.86	144.77	340.61	562.21	843.27	109.36	467.53
增长率（%）	64.36%	5.63%	16.69%	36.06%	15.38%	-24.46%	37.26%
毛利率（%）	28.91%	20.41%	26.21%	28.12%	29.72%	37.25%	31.51%
期间费用率（%）	18.07%	23.23%	21.39%	20.17%	19.62%	35.49%	19.33%
营业利润率（%）	3.52%	2.82%	3.51%	3.20%	6.41%	2.39%	10.45%
净利润（百万元）	22.62	0.64	7.36	15.88	37.04	0.85	33.67
增长率（%）	45.75%	-72.77%	48.09%	-279.23%	63.75%	32.81%	357.47%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.01	0.02	0.03	0.06	0.01	0.14
资产负债率（%）	63.23%	61.55%	64.63%	67.40%	67.92%	67.68%	69.34%
净资产收益率（%）	0.57%	0.28%	0.36%	0.61%	1.26%	0.12%	2.99%
总资产收益率（%）	3.50%	0.67%	1.48%	2.12%	3.74%	0.61%	2.81%

观点：

- 收入增速符合市场预期，三因素造成净利润大幅增长。16年上半年公司实现收入4.68亿，同比增长37.26%；收入增长主要来自于工程业务，上半年工程业务贡献营收4.50亿，与去年同期相比增长35.14%，在收入中占比超过96%，总体来看收入和净利润增速符合市场预期。上半年公司净利润大幅增长的原因主要是：1) 递延所得税资产，公司在手的4个南充BT项目由于差额征税造成递延所得税冲抵，与去年同期相比增加收入1691万元；2) 营业外收入增加，上半年受益于政府补助以及固定资产处置收益，公司营业外收入相比去年增加96万元；3) 营业外支出减少，报告期内的非经常性损益与去年同期相比减少215万元。三者合计为2002万元，是造成公司上半年净利润增速高企的主要原因。

- **工程业务毛利率提升，在手订单饱满确保全年业绩高增长可期。**公司通过：1) 对外，承接订单时精选优质工程项目，2) 对内，优化设计、施工和管理流程，使得报告期内，工程业务实现价量齐升。上半年工程业务毛利率进一步提升，达到31.06%，在保持高毛利率的同时，公司持续斩获优质订单，16年内已先后落地普洱快递物流园项目（2.35亿）、昭通市市政道路施工项目（3.55亿）、遂宁PPP项目（总投资13.2亿、首期为4.6亿），加上公司此前中标的海通县PPP项目（25亿），在手订单合计44.1亿，为公司未来1-3年业绩提升提供充足弹性。
- **定增事项存在一定不确定性，公司与银都合作做好充分应对措施。**公司的定增事项已经进入二次反馈意见的回复阶段，如果定增能够顺利通过，将显著降低公司的债务压力，减少财务费用；即使定增事项由于其他原因推进进度不达预期，公司也已经做好了充足的应对。目前公司已经与银都实业共同发起设立环保产业并购基金，基金总规模为20亿元，主要用于并购整合国内外生态产业优质资源，服务于公司的外延发展，并与主业成长形成双轮驱动，巩固和提高公司的行业地位。因此，无论定增事项推进顺利与否，对公司外延扩张战略落地实施并不造成实质性影响。
- **以联合体形式中标PPP项目意义重大，未来有望通过技术合作&并购方式成为设计+施工平台。**公司与易园园林、华腾工程形成联合体，成功中标遂宁PPP项目，为公司下一阶段经营管理和战略规划提供了指示性意义。目前环保、市政、基建领域PPP已经成为行业发展趋势，地方政府倾向于将生态修复和环境治理打包成为综合型的PPP项目招标，因此对竞标企业的环境综合修复能力提出了更高要求。在这种形势下，公司急需补足设计及水环境治理短板，未来有望通过技术合作&外延并购的方式，最终发展成为集设计、施工为一体的平台型环境综合修复企业。

结论：

预计公司16、17、18年净利润分别为0.7亿、1.1亿、1.6亿，EPS分别为0.38元、0.60元、0.87元，对应市盈率分别为60倍、38倍、26倍。我们分析认为：1) 公司在彻底摆脱“绿大地”事件的影响后，已经找到了新的发展方向，即立足市政园林工程、通过技术合作或其他方式补足设计+环境修复短板，逐步切入区域内及区域外PPP市场，最终发展成为可提供环境综合治理服务的平台型公司；2) 公司作为云南省国资委旗下唯一一家环境治理平台，将来应当是地方政府治理环境问题的主要依托，云南省丰富的海绵城市&流域治理项目将为公司业绩持续高增长提供充足动力；3) 国企改革预期确定的形势下，大股东存在资产证券化需求，未来优质资产注入&持续加大扶持力度可期。首次给予“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					主要财务比率							
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1897	2351	2036	2181	2146	营业收入	731	843	1138	1423	1779						
货币资金	106	294	200	247	224	营业成本	520	593	805	950	1188						
应收账款	405	358	381	369	375	营业税金及附加	19	28	12	15	18						
其他应收款	75	62	84	104	130	营业费用	42	45	63	77	97						
预付款项	5	9	7	8	8	管理费用	63	77	96	120	150						
存货	1188	1527	1358	1443	1400	财务费用	27	44	55	68	85						
其他流动资产	2	2	2	3	4	资产减值损失	35.35	3.34	4.68	6.08	7.90						
非流动资产合计	519	534	448	448	447	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.41	0.00	0.88	0.88	0.88						
固定资产	127.90	123.23	45.02	48.51	51.88	营业利润	26	54	105	187	233						
无形资产	40	39	35	31	27	营业外收入	1.94	4.29	3.11	3.70	3.41						
其他非流动资产	0	3	0	0	0	营业外支出	2.43	14.40	18.00	22.50	28.13						
资产总计	2416	2885	2485	2628	2593	利润总额	25	44	90	168	208						
流动负债合计	1353	1907	1678	1807	1753	所得税	3	7	14	26	33						
短期借款	666	1059	862	961	911	净利润	23	37	76	142	175						
应付账款	387	487	437	462	449	少数股东损益	18	27	22	25	23						
预收款项	0	2	1	2	2	归属母公司净利润	5	10	71	112	163						
一年内到期的非流	0	130	130	130	130	EBITDA	104	148	161	258	321						
非流动负债合计	175	52	0	0	0	EPS (元)	0.03	0.06	0.39	0.61	0.89						
长期借款	130	0	0	0	0												
应付债券	0	0	0	0	0												
负债合计	1527	1959	1678	1807	1753	成长能力											
少数股东权益	82	109	131	156	179	营业收入增长	64.36%	15.38%	35.00%	25.00%	25.00%						
实收资本(或股本)	184	184	184	184	184	营业利润增长	-180.34	110.13	93.51%	79.05%	24.26%						
资本公积	772	773	772	772	772	归属母公司净利润	596.50%	56.54%	596.50%	56.54%	46.25%						
未分配利润	-192	-182	-135	-63	43	盈利能力											
归属母公司股东权	806	817	871	956	1080	毛利率 (%)	28.91%	29.72%	32.53%	32.53%	32.53%						
负债和所有者权	2416	2885	2680	2918	3012	净利率 (%)	3.09%	4.39%	6.64%	9.98%	9.86%						
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	总资产	0.19%	0.36%	2.87%	4.25%						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	0.57%	1.26%	8.20%	11.69%	15.13%						
经营活动现金流	-213	-86	-150	-118	-134	偿债能力											
净利润	23	37	30	33	32	资产负债率 (%)	63%	68%	63%	62%	62%						
折旧摊销	50.86	50.49	51	51	51	流动比率											
财务费用	27	44	36	40	38	速动比率											
应收账款减少	0	0	0	0	0	营运能力											
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.37	0.32	0.41	0.51	0.60						
投资活动现金流	-31	-40	-36	-38	-37	应收账款周转率	2	2	3	4	5						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	2.36	1.93	2.47	3.17	3.91						
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)											
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.03	0.06	0.39	0.61	0.89						
筹资活动现金流	214	314	264	289	277	每股净现金流(最新)	-0.16	1.02	-0.38	0.60	-0.07						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.38	4.43	4.73	5.19	5.87						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	33	0	0	0	0	P/E	761.33	380.67	58.92	37.64	25.73						
资本公积增加	423	0	0	0	0	P/B	5.22	5.15	4.83	4.40	3.89						
现金净增加额	-30	188	79	133	106	EV/EBITDA	47.10	34.39	30.97	19.57	15.67						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。