

2017年10月09日

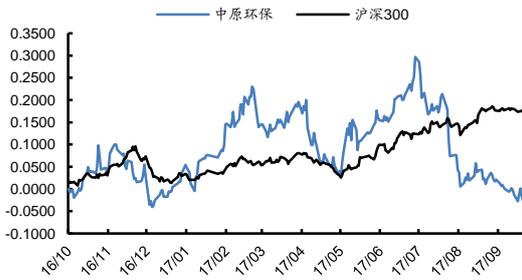
公司研究

评级：增持（维持）

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

## 签订水环境综合治理 PPP 项目，区域环保平台 迈入新阶段——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	-5.7	-21.5	-0.0
沪深 300	-0.3	4.8	17.9

市场数据	2017-09-29
当前价格（元）	16.80
52 周价格区间（元）	16.47 - 22.79
总市值（百万）	10916.47
流通市值（百万）	5842.48
总股本（万股）	64978.97
流通股（万股）	34776.69
日均成交额（百万）	91.82
近一月换手（%）	21.36

相关报告

《中原环保（000544）事件点评：业绩符合预期，拓展固废完善产业链》——2017-08-20

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：

9月29日晚，公司发布公告：1）公司成立子公司负责投资建设临颍县第二污水处理厂二期建设项目，总投资约9000万元，污水日处理规模约3万吨，污水处理费1.48元/吨；2）公司与河南育林国际花卉、北京伟特嘉德成立合资公司（股权占比分别为51%、26%、23%）中原环保郑州设备工程科技有限公司，拟开展农村污水处理业务；3）公司签订信阳市浉河三期水环境综合治理工程 PPP 项目合作框架协议，总投资约20亿元。对此，我们点评如下：

投资要点：

### ■ 污水项目再下一城，处理规模超过 200 万吨/日

2016 年公司通过重大资产重组，剥离了大部分供热业务，注入污水资产，使得公司主营变为城市污水处理业务（2017H 营收占比超过 90%），目前有王新庄、马头岗、五龙口等 6 家分公司和明珠水务、郑东水务、登封水务等 7 家子公司从事污水处理业务，污水处理规模超过 200 万吨/日，是河南省规模最大的污水处理企业之一，并且获取订单不断：2017 年以来，公司先后收购伊川（一期提标改造 2 万吨/日）、投资新密市城区污水（总规模 11 万吨/日，一期 4 万吨/日）及农村污水处理项目、陈三桥二期（15 万吨/日），临颍二期（3 万吨/日），同时根据重大资产重组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，为业绩的增长提供了保障。

### ■ 拓展农村污水处理业务，不断完善产业链打造生态环境综合服务

公司在立足城市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，目前已经获得国家电网荣阳煤电一体化公司的试用。2017 年 8 月公司分别与郑州鼎盛、郑州紫盈成立合资公司拟拓展建筑垃圾、市政污泥业务，此次公司与河南育林国际花卉、北京伟特嘉德成立合资公司意在拓展农村污水处理业务，此外公司在河道生态修复及特色小镇等领域也有丰富的经验，

公司不断完善产业链，城市生态环境综合服务商逐渐成型。

■ **签订 20 亿元水环境治理 PPP 项目，区域环保平台迈入发展新阶段**

此次信阳市浉河三期水环境综合治理 PPP 项目主要包括 13 公里的河道治理、滩涂地及道路沿线的绿化景观建设，项目预计总投资 20 亿元，2017 年 4 月公司中标了冲沟综合整治及生态修复项目，公司水环境综合治理项目收获不断。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 年通过资产重组后解决同业竞争问题，2017 年 3 月，公用事业集团收购了热力和净化公司的股权，成为第一大股东，公司的治理问题得到解决，公司发展即将进入新阶段。同时随着河南省 PPP 项目推进的加速，作为省内唯一一家国有大环保平台，公司有望收获更多 PPP 项目，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。PPP 收获+资产注入，公司发展前景值得期待。

■ **盈利预测和投资评级：维持公司“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 32、27、24 倍，维持公司“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:	16.80	投资评级:	增持	日期:	2017-09-29
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
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%	<b>估值</b>					
销售净利率	32%	33%	34%	34%	P/E		36.69	32.71	27.46	23.94
<b>成长能力</b>					P/B		2.11	1.98	1.85	1.72
收入增长率	81%	8%	16%	14%	P/S		11.65	10.76	9.31	8.17
利润增长率	191%	12%	19%	15%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	
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	
<b>偿债能力</b>					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)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>214</b>	<b>295</b>	<b>363</b>	<b>425</b>	
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	<b>利润总额</b>	<b>315</b>	<b>353</b>	<b>421</b>	<b>483</b>	
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	<b>净利润</b>	<b>298</b>	<b>335</b>	<b>399</b>	<b>457</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>1359</b>	<b>1289</b>	<b>1630</b>	<b>2161</b>	少数股东损益	1	1	1	1	
固定资产	2868	2825	2804	2794	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>298</b>	<b>334</b>	<b>398</b>	<b>456</b>	
在建工程	103	173	173	143	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	1784	2084	2125	2155	<b>经营活动现金流</b>	<b>238</b>	<b>693</b>	<b>466</b>	<b>626</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	298	335	399	457	
<b>资产总计</b>	<b>6203</b>	<b>6459</b>	<b>6821</b>	<b>7341</b>	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	<b>投资活动现金流</b>	<b>(320)</b>	<b>(27)</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>354</b>	<b>309</b>	<b>325</b>	<b>343</b>	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	
<b>长期负债合计</b>	<b>591</b>	<b>561</b>	<b>511</b>	<b>561</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>206</b>	<b>(38)</b>	<b>(54)</b>	<b>45</b>	
<b>负债合计</b>	<b>945</b>	<b>870</b>	<b>836</b>	<b>904</b>	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)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6203</b>	<b>6459</b>	<b>6821</b>	<b>7341</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>124</b>	<b>628</b>	<b>433</b>	<b>712</b>	

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、展示或以其他任何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。