

三季报符合预期，环卫板块增长迅速

季报点评

◆ 事件：三季报公布：

2017 年 1-9 月，公司营业总收入 65.24 亿元，同比增长 21.91%；归母净利润 8.31 亿元，同比增长 16.02%，扣非后归母净利润 7.89 亿元，同比增长 12.59%。

◆ 营收与归母净利润改善明显，业绩向上拐点临近：

从三季度单季来看，2017 年 Q3 营业总收入 26.12 亿元，同比增长 34.73%，归母净利润 3.38 亿元，同比增长 21.92%，扣非后归母净利润 3.36 亿元，较去年同期增长 29.23%，三季报的业绩有了明显的改善，预计四季度将维持业绩的增长态势。

◆ 货币资金充裕，应收账款结构改善：

2017 年三季度期末货币资金余额 65.8 亿，其中包括 8 月 18 日定增募集资金到位余额 33.8 亿，公司货币资金显示出持续增长态势，未来资金压力将持续减小；应收账款结构持续得到改善，三季报期末应收账款累计额中再生资源的国家补贴基金是 18 亿，占比低于 50%。

◆ 环卫呈现高增长，再生资源利润率得到改善：

环卫呈现高增长，环卫运营营收 12 亿左右，预计 17 年年底能达到 20 亿；再生资源截至三季报营收 13 亿左右，由于上游收购价格下降以及下游商品价格的上涨，利润率得到明显改善。

◆ 未来环卫前景可期，外延并购有望重启，PPP 将带来新增量：

公司目前环卫项目大概有 200 多个项目，总金额达到 280 亿，考虑运营时间，预计今年能做到 20 亿营收。此外，外延并购有望重启带给公司新的增长动力。公司背靠启迪科服，PPP 拿单能力有所上升，将带来新增长。

◆ 长期来看成长空间巨大，给予“推荐”评级：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.40、1.78 和 2.14 元。当前股价对应 17-19 年分别为 26.7、21.0 和 17.5 倍。公司定增资金到位，环卫业务有望翻倍增长，PPP 订单落地加速，首次覆盖给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：政策风险

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6341	6,917	8,944	11,315	14,035
增长率(%)	45.0	9.1	29.3	26.5	24.0
净利润(百万元)	930.7	1,081	1,429	1,819	2,189
增长率(%)	15.8	16.2	32.2	27.3	20.3
毛利率(%)	30.5	32.9	32.9	32.9	32.9
净利率(%)	14.7	15.6	16.0	16.1	15.6
ROE(%)	14.9	12.9	14.6	16.0	16.4
EPS(摊薄/元)	0.91	1.06	1.40	1.78	2.14
P/E(倍)	41.05	35.3	26.7	21.0	17.5
P/B(倍)	6.23	5.3	4.4	3.7	3.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

邱懿峰 (执业证书编号：S0280517080002)
 qiuyifeng@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.10.25

收盘价(元)：	37.39
总股本(亿股)：	10.22
总市值(亿元)：	382.07
一年最低/最高(元)：	30.91/39.95
近 3 月换手率：	57.23%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	2.17	6.18	-9.66
绝对	6.34	13.1	8.43

相关研报

1、事件

公司于 10 月 23 日晚发布 2017 年三季报。2017 年 1-9 月，公司营业总收入 65.24 亿元，同比增长 21.91%；归属母公司股东的净利润 8.31 亿元，较去年同期增长 16.02%，扣非后归属母公司股东的净利润 7.89 亿元，较去年同期增长 12.59%；从三季度单季来看，2017 年三季度营业总收入 26.12 亿元，同比增长 34.73%，归属母公司股东的净利润 3.38 亿元，同比增长 21.92%，扣非后归属母公司股东的净利润 3.36 亿元，较去年同期增长 24.91%，经营业绩呈现较好增长态势。

2、点评

- **营收与归母净利润改善明显，业绩向上拐点临近。**从三季度单季来看，2017 年 Q3 营业总收入 26.12 亿元，同比增长 34.73%，归母净利润 3.38 亿元，同比增长 21.92%，扣非后归母净利润 3.36 亿元，较去年同期增长 24.91%。比起中报的营收同比增长 14.63%，归母净利润同比增长 12.30%，三季报的业绩有了明显的改善，预计四季度将维持业绩的增长态势。
- **货币资金充裕，应收账款结构改善。**2017 年三季度期末货币资金余额 65.8 亿，其中包括 8 月 18 日定增募集资金到位余额 33.8 亿，公司货币资金显示出持续增长态势。而且公司 8 月份完成定向增发，将募集资金总共 46 亿元，未来资金压力将持续减小；应收账款结构持续得到改善，公司在 2017 年半年度末，应收账款占比 50% 左右是再生资源的国家补贴基金，三季报持续呈现这样的结构，期末应收账款累计额中再生资源的国家补贴基金是 18 亿，占比低于 50%。
- **环卫呈现高增长，再生资源利润率得到改善。**三季度分行业拆解来看，环卫运营营收 12 亿左右，预计 17 年年底能达到 20 亿，预计 18 年翻倍达到 40 亿；再生资源截至三季报营收 13 亿左右，由于上游收购价格下降以及下游商品价格的上涨，利润率得到明显改善。2017 年三季度末公司总资产、净资产规模以及净资产负债率持续得到改善以及提升，净资产收益率是 8.85%，资产负债率由半年度的 63% 改善至 2017 年三季度的 54.46%，公司总资产、净资产比中报有显著提升。
- **未来环卫前景可期，外延并购有望重启，PPP 将带来新增量。**公司目前环卫项目大概有 200 多个项目，总金额达到 280 亿，考虑运营时间，预计今年能做到 20 亿营收。此外，外延并购有望重启带给公司新的增长动力。公司背靠启迪科服，PPP 拿单能力有所上升，今年公司中标 15 个 PPP 项目和 4 个框架协议，PPP 总投资额 60.35 亿元，框架协议总投资 112.50 亿元
- **投资建议：推荐。**我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.40、1.78 和 2.14 元。当前股价对应 17-19 年分别为 26.7、21.0 和 17.5 倍。公司定

增资金到位，环卫业务有望翻倍增长，PPP 订单落地加速，首次覆盖给予“推荐”评级。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5952	7635	7634	9305	11657	营业收入	6341	6917	8944	11315	14035
现金	2539	3247	1836	2322	2880	营业成本	4404	4642	6003	7594	9420
应收账款	2441	2745	3961	4522	6000	营业税金及附加	70	76	98	124	154
其他应收款	182	389	350	585	575	营业费用	58	117	152	192	238
预付账款	321	590	588	902	946	管理费用	484	546	706	893	1108
存货	431	460	692	765	1042	财务费用	266	333	377	435	594
其他流动资产	38	204	208	209	214	资产减值损失	17	12	0	0	0
非流动资产	9897	15309	17302	19731	22606	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
长期投资	140	367	607	846	1086	投资净收益	9	12	12	12	12
固定资产	976	1725	4127	6414	8711	营业利润	1049	1202	1620	2089	2533
无形资产	1926	2589	2637	2721	2804	营业外收入	61	99	99	99	99
其他非流动资产	6854	10628	9930	9750	10006	营业外支出	1	2	2	2	2
资产总计	15849	22944	24935	29036	34263	利润总额	1109	1299	1717	2186	2630
流动负债	7321	11203	12036	14778	18292	所得税	175	216	285	363	437
短期借款	699	1924	1983	3714	5705	净利润	935	1084	1432	1823	2194
应付账款	1753	1785	2791	2998	4182	少数股东损益	4	2	3	4	4
其他流动负债	4869	7494	7262	8066	8405	归属母公司净利润	931	1081	1429	1819	2189
非流动负债	2244	3369	3098	2839	2563	EBITDA	1412	1810	2194	2863	3541
长期借款	2074	3053	2782	2523	2247	EPS (元)	0.91	1.06	1.40	1.78	2.14
其他非流动负债	169	316	316	316	316						
负债合计	9565	14572	15135	17617	20855	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	154	144	147	150	155	成长能力					
股本	847	854	1022	1022	1022	营业收入(%)	45.0	9.1	29.3	26.5	24.0
资本公积	2065	2205	2205	2205	2205	营业利润(%)	13.4	14.6	34.8	28.9	21.3
留存收益	3218	4171	5377	6912	8759	归属于母公司净利润(%)	15.8	16.2	32.2	27.3	20.3
归属母公司股东权益	6129	8228	9654	11269	13253	获利能力					
负债和股东权益	15849	22944	24935	29036	34263	毛利率(%)	30.5	32.9	32.9	32.9	32.9
						净利率(%)	14.7	15.6	16.0	16.1	15.6
						ROE(%)	14.9	12.9	14.6	16.0	16.4
						ROIC(%)	10.7	8.8	10.1	10.7	10.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	60.4	63.5	60.7	60.7	60.9
						净负债比率(%)	12.1	32.8	37.0	41.3	44.8
						流动比率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
						速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	2.4	2.7	2.7	2.7	2.7
						应付账款周转率	4.0	2.6	2.6	2.6	2.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.91	1.06	1.40	1.78	2.14
						每股经营现金流(最新摊薄)	5.11	2.82	1.78	2.39	2.93
						每股净资产(最新摊薄)	6.00	7.08	8.47	10.05	11.99
						估值比率					
						P/E	41.05	35.33	26.73	21.00	17.45
						P/B	6.23	5.28	4.41	3.72	3.12
						EV/EBITDA	27.76	22.8	19.2	15.1	12.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学硕士，现任新时代证券环保行业分析师，两年行业研究经验，曾任银河证券股份有限公司研究总部研究员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
深圳	史月琳 销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>