新时代证券 New Times Securities

# 业绩符合预期，生态治理及特色小镇 PPP 进展顺利

季报点评

◆ **事件：**

公司发布 2017 年三季度报，前三季度实现营收 47.14 亿元，同比增长 93.62%；归母净利润 4.59 亿元，同比增长 59.26%。其中第三季度实现营收 19.19 亿元，同比增长 94.78%；归母净利润 1.90 亿元，同比增长 71.18%。

◆ **点评：**

◆ **市场竞争加剧导致行业毛利率下降：**

前三季度公司实现毛利率 26.08%，同比下降 9.73%。我们预计毛利率下降是由于生态修复、生态环境治理领域发展前景良好，市场潜力巨大，该领域内的从业公司不断增加，致使整个行业毛利率有所下降。同期实现净利率 9.58%，同比下降 19.43%。

◆ **大力开拓市场，经营性现金流为负：**

1-9 月公司其他应收款为 6.98 亿元，同比增长 76.71%，系公司开拓业务支付较多投标保证金所致。公司前三季度资产减值损失 0.72 亿元，同比下降 46.85%，主要原因是公司按账龄分析法计提的坏账准备减少。前三季度经营活动产生的现金流量净额为-3.17 亿元，同比增加 41.34%，主要源于公司大力推进 PPP 业务模式，积极开拓市场，加强工程施工管理，所需现金增多。经营性现金流为负显示公司业务高增长，未来或将进一步推高业绩。

◆ **订单增长迅速，PPP 落地良好：**

在国家的大力推动下，PPP 模式已经成为政府项目建设的主流合作模式，截止到 2017 年年中，全国 PPP 项目库入库项目达 1.35 万个，投资额 16.36 万亿，公司 PPP 业务模式开发也已步入正轨。2017 年以来，公司新签订单金额 113.83 亿元，其中 PPP 订单 102.39 亿元，占比高达 89.95%。16 年以来公司订单合计 200.31 亿元，订单收入保障比为 4.38 倍，在手订单规模庞大。此外，16 年来已签订的相关框架协议规模达 185 亿元，为项目订单的持续落地提供了有力的保障。

◆ **员工持股完成，股权激励在即：**

6 月 30 日，公司完成第二期员工持股计划的股票购买工作，累计买入公司股票 6383.58 万股，占公司总股本的 4.2%。紧接着，9 月 6 日公司发布 2017 年股票期权激励计划草案，拟向 496 名激励对象授予 1.5 亿份股票期权，约占公司总股本的 9.87%。两次计划总金额高，能广泛调动员工积极性，有助提升公司核心竞争力。

◆ **旅游生态、特色小镇项目持续落地：**

继 16 年签约 3 个特色小镇订单后，公司今年又签订了 20 亿元的平远县仁居特色小镇及生态环境治理项目战略合作协议和 30 亿元的思南县白鹭湖旅游度假区项目框架协议，旅游生态项目进展顺利。公司作为生态修复、生态环境治理领域的领军企业，将凭借丰富的策划、施工及运营经验，促进更多的旅游生态、特色小镇项目落地。未来，特色小镇项目或将为公司提供新的业绩增长点。

◆ **财务预测与估值：**预计公司 2017~2019 年实现归母净利 8.25/11.26/14.80 亿元，同比增长 58.1%/36.4%/31.5%，对应 EPS 为 0.54/0.74/0.97 元。当前股价对应 2017~2019 年的 PE 为 28.3/20.8/15.8 倍，维持“**强烈推荐**”评级。

◆ **风险提示：**PPP 项目拓展及落地不及预期，回款风险等。

**业绩预测和估值指标**

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 2613 | 4,573 | 8,091 | 11,576 | 15,633 |
| 增长率(%) | 30.5 | 75.0 | 76.9 | 43.1 | 35.0 |
| 净利润(百万元) | 306.0 | 522 | 825 | 1,126 | 1,480 |
| 增长率(%) | 25.2 | 70.6 | 58.1 | 36.4 | 31.5 |
| 毛利率(%) | 26.9 | 26.8 | 26.7 | 26.3 | 26.1 |
| 净利率(%) | 11.7 | 11.4 | 10.2 | 9.7 | 9.5 |
| ROE(%) | 8.6 | 10.2 | 14.2 | 16.6 | 18.4 |
| EPS(摊薄/元) | 0.38 | 0.34 | 0.54 | 0.74 | 0.97 |
| P/E(倍) | 40.61 | 44.8 | 28.3 | 20.8 | 15.8 |
| P/B(倍) | 3.48 | 4.6 | 4.0 | 3.5 | 2.9 |

资料来源：新时代证券研究所

## 强烈推荐（维持评级）

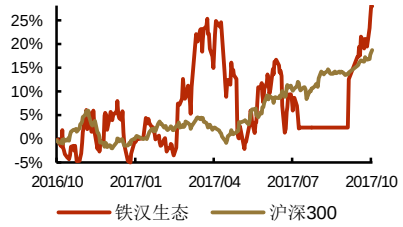
**分析师**
王小勇 (执业证书编号：S0280517070001)
0755-82312484
wangxiaoyong1@xsdzq.cn

**研究助理**
王斌 (执业证书编号：S0280117080044)
wangbin1@xsdzq.cn

王萌 (执业证书编号：S0280117090007)
wangmeng@xsdzq.cn

| 市场数据 | 时间 2017.10.26 |
|---|---|
| 收盘价(元)： | 15.39 |
| 总股本(亿股)： | 15.2 |
| 总市值(亿元)： | 233.87 |
| 一年最低/最高(元)： | 11.01/15.64 |
| 近 3 月换手率： | 42.52% |

**股价表现(一年)**



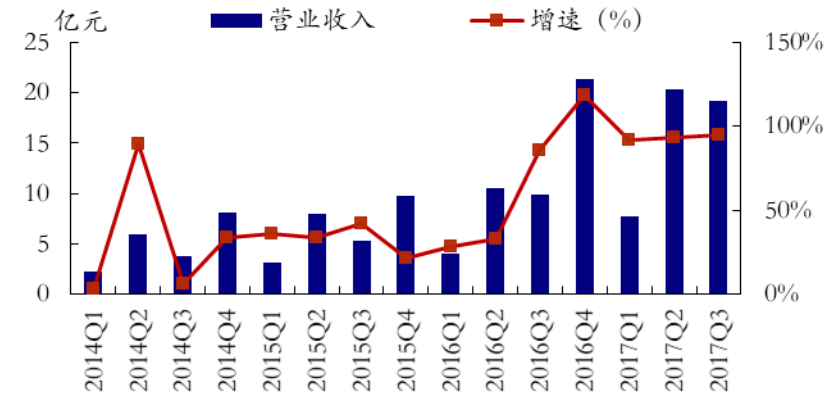

**收益表现**

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|---|---|---|---|
| 相对 | 20.83 | 10.1 | 6.27 |
| 绝对 | 25.0 | 17.02 | 24.37 |

**相关研报**

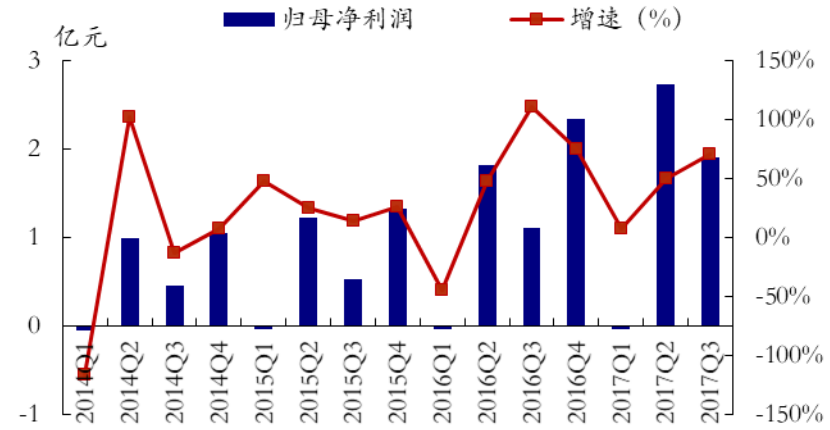
三季报预告高增长，PPP 业务进展顺利 2017-10-12
重组终止不改龙头地位，补涨预期强 2017-09-28
员工持股彰显信心，助推业绩加速成长 2017-09-05
PPP 模式步入正轨，并购融资多点开花 2017-08-21
PPP 加速订单落地，推动全年高成长 2017-08-08

**附图 1：公司单季度营业收入变化（亿元）**



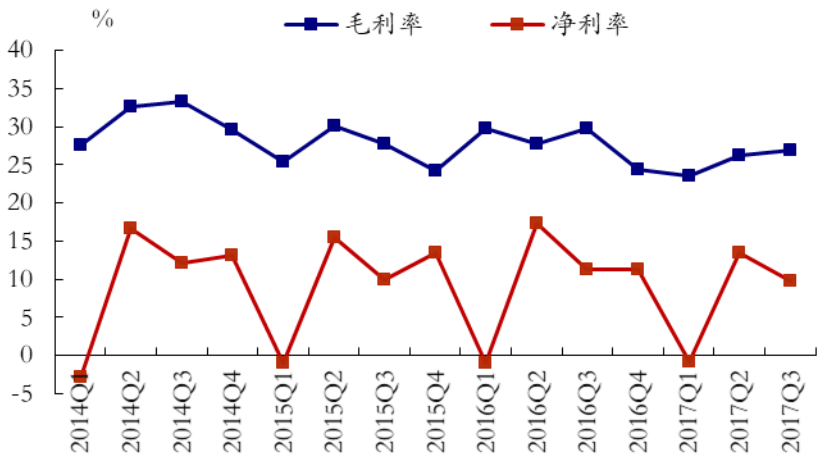

资料来源：公司财报，新时代证券研究所

**附图 2：公司单季度归母净利变化（亿元）**




资料来源：公司财报，新时代证券研究所

**附图 3：公司单季度毛利率、净利率变化**




资料来源：公司财报，新时代证券研究所

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 4069 | 6932 | 11287 | 15605 | 20620 |
| 现金 | 1173 | 1283 | 1400 | 1400 | 1400 |
| 应收账款 | 250 | 753 | 1236 | 1768 | 2388 |
| 其他应收款 | 66 | 342 | 605 | 866 | 1169 |
| 预付账款 | 11 | 32 | 41 | 59 | 80 |
| 存货 | **1745** | **3385** | **5993** | **8624** | **11686** |
| 其他流动资产 | 824 | 1137 | 2012 | 2888 | 3897 |
| **非流动资产** | 2869 | 4508 | 4675 | 4825 | 4963 |
| 长期投资 | 178 | 328 | 328 | 328 | 328 |
| 固定资产 | 317 | 611 | 882 | 1084 | 1266 |
| 无形资产 | 1 | 500 | 450 | 405 | 365 |
| 其他非流动资产 | **2373** | **3069** | **3015** | **3009** | **3004** |
| **资产总计** | **6938** | **11440** | **15962** | **20431** | **25583** |
| **流动负债** | 2309 | 4286 | 8074 | 11551 | 15405 |
| 短期借款 | 1050 | 1580 | 4358 | 6340 | 8465 |
| 应付账款 | 651 | 1492 | 2640 | 3800 | 5149 |
| 其他流动负债 | **609** | **1214** | **1076** | **1411** | **1791** |
| **非流动负债** | 1368 | 1899 | 1920 | 1941 | 1962 |
| 长期借款 | 820 | 498 | 498 | 498 | 498 |
| 其他非流动负债 | **548** | **1401** | **1422** | **1443** | **1464** |
| **负债合计** | **3677** | **6185** | **9995** | **13492** | **17367** |
| 少数股东权益 | -310 | 137 | 148 | 163 | 182 |
| 股本 | 808 | 1520 | 1520 | 1520 | 1520 |
| 资本公积 | 1341 | 2080 | 2080 | 2080 | 2080 |
| 留存收益 | 1423 | 1518 | 2219 | 3176 | 4434 |
| 归属母公司股东权益 | 3571 | 5117 | 5819 | 6776 | 8034 |
| **负债和股东权益** | **6938** | **11440** | **15962** | **20431** | **25583** |

| 现金流量表(百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | -57 | -627 | -1745 | -1408 | -1443 |
| 净利润 | 306 | 522 | 825 | 1126 | 1480 |
| 折旧摊销 | 29 | 39 | 136 | 152 | 165 |
| 财务费用 | 144 | 166 | 156 | 216 | 279 |
| 投资损失 | -132 | -135 | -100 | -100 | -100 |
| 营运资金变动 | -1208 | -1559 | -2809 | -2855 | -3334 |
| 其他经营现金流 | 804 | 339 | 46 | 54 | 65 |
| **投资活动现金流** | -872 | -1023 | -300 | -310 | -300 |
| 资本支出 | **-217** | **-142** | **-300** | **-300** | **-300** |
| 长期投资 | -58 | -149 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -1147 | -1314 | -600 | -610 | -600 |
| **筹资活动现金流** | 1350 | 1760 | 2162 | 1718 | 1743 |
| 短期借款 | **0** | **0** | **2778** | **1982** | **2125** |
| 长期借款 | 370 | -104 | -456 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 302 | 712 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 653 | 740 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | **25** | **413** | **-159** | **-264** | **-381** |
| **现金净增加额** | **421** | **110** | **117** | **0** | **0** |

| 利润表（百万元） | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **2613** | **4573** | **8091** | **11576** | **15633** |
| 营业成本 | 1910 | 3348 | 5927 | 8530 | 11558 |
| 营业税金及附加 | 57 | 33 | 59 | 84 | 113 |
| 营业费用 | 0 | 16 | 27 | 39 | 53 |
| 管理费用 | 296 | 531 | 1011 | 1447 | 1954 |
| 财务费用 | 144 | 166 | 156 | 216 | 279 |
| 资产减值损失 | 10 | 48 | 50 | 50 | 50 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 132 | 135 | 100 | 100 | 100 |
| **营业利润** | 329 | 567 | 960 | 1311 | 1725 |
| 营业外收入 | **10** | **45** | **10** | **10** | **10** |
| 营业外支出 | 2 | 6 | 9 | 10 | 11 |
| **利润总额** | 336 | 605 | 961 | 1311 | 1724 |
| 所得税 | **32** | **76** | **125** | **170** | **224** |
| **净利润** | 304 | 529 | 836 | 1140 | 1500 |
| 少数股东损益 | **-2** | **7** | **11** | **15** | **19** |
| **归属母公司净利润** | 306 | 522 | 825 | 1126 | 1480 |
| EBITDA | **502** | **771** | **1253** | **1679** | **2169** |
| EPS（元） | 0.38 | 0.34 | 0.54 | 0.74 | 0.97 |

| 主要财务比率 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 30.5 | 75.0 | 76.9 | 43.1 | 35.0 |
| 营业利润(%) | 11.8 | 72.3 | 69.5 | 36.5 | 31.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 25.2 | 70.6 | 58.1 | 36.4 | 31.5 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 26.9 | 26.8 | 26.7 | 26.3 | 26.1 |
| 净利率(%) | 11.7 | 11.4 | 10.2 | 9.7 | 9.5 |
| ROE(%) | 8.6 | 10.2 | 14.2 | 16.6 | 18.4 |
| ROIC(%) | 8.0 | 8.2 | 9.0 | 9.6 | 10.1 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 53.0 | 54.1 | 62.6 | 66.0 | 67.9 |
| 净负债比率(%) | 30.4 | 22.2 | 30.4 | 33.5 | 35.0 |
| 流动比率 | 1.8 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 速动比率 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 应收账款周转率 | 13.4 | 9.1 | 8.1 | 7.7 | 7.5 |
| 应付账款周转率 | 3.0 | 3.1 | 2.9 | 2.6 | 2.6 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.38 | 0.34 | 0.54 | 0.74 | 0.97 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | -0.07 | -0.41 | -1.15 | -0.93 | -0.95 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.42 | 3.37 | 3.83 | 4.46 | 5.29 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 40.61 | 44.80 | 28.33 | 20.78 | 15.80 |
| P/B | 3.48 | 4.57 | 4.02 | 3.45 | 2.91 |
| EV/EBITDA | -161.18 | -104.9 | -64.6 | -48.2 | -37.3 |

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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**王小勇，**新财富、水晶球、金牛奖分析师，证券从业时间 11 年，地产行业从业 4 年，重庆建筑大学毕业。

**王斌，**建筑工程行业助理分析师，同济大学土木工程学士、硕士，工程设计从业 2 年，证券从业 1 年。

**王萌，**建筑工程行业助理分析师，伦敦大学学院商业经济学硕士，2017 年 8 月加入新时代证券。

## 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**<br>固话：010-69004649<br>手机：13811830164<br>邮箱：Haoying1@xsdzq.cn |
| **上海** | **李佳璐　销售经理**<br>手机：18801966799<br>邮箱：lijialu@xsdzq.cn |
| **深圳** | **史月琳　销售经理**<br>固话：0755-82291898<br>手机：13266864425<br>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/