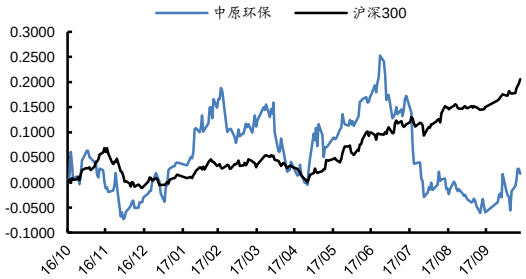
研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
证券分析师： 任春阳 S0350517100002
021-68930177 rency@ghzq.com.cn

业绩符合预期，公司发展即将加速

——中原环保（000544）2017 三季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	6.9	-13.2	1.3
沪深 300	4.8	8.1	20.4

市场数据	2017-10-27
当前价格（元）	18.18
52 周价格区间（元）	16.47 - 22.79
总市值（百万）	11813.18
流通市值（百万）	6322.40
总股本（万股）	64978.97
流通股（万股）	34776.69
日均成交额（百万）	91.05
近一月换手（%）	22.82

相关报告

《中原环保（000544）事件点评：签订水环境综合治理 PPP 项目，区域环保平台迈入新阶段》——2017-10-08

《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：

10 月 27 日晚，公司发布 2017 年三季报：1-9 月，公司实现营收 7.11 亿元，同比增长 4.06%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.69 亿元，同比增长 8.06%，实现扣非后的归属净利润 1.95 亿元，同比增长 18.21%，对此，我们点评如下：

投资要点：

■ **业绩符合预期，第三季度业绩受王新庄污水处理厂影响有所下滑**

2017 年 1-9 月，公司实现营收 7.11 亿元，同比增长 4.06%，实现归属于上市公司股东的净利润 2.69 亿元，同比增长 8.06%，业绩符合预期。其中第三季度归属于上市公司股东的净利润 9346.33 万元，同比减少 23.43%，主要是因为郑州市政府为满足环保治理要求，计划回购王新庄污水处理厂，公司逐步减少其污水处理量的缘故。虽然王新庄污水处理厂最终停运会减少公司业绩，但政府的回购价款将会计入当期损益。另外王新庄的污水只会分流到其他污水处理厂中，最终大概率还是由公司来处理，长期影响有限。公司综合毛利率 43.99%，同比减少 1.06pct，管理费用 4028.81 万元，同比减少 22.88%，财务费用 1566.46 万元，同比减少 62.85%。由于收到财政局欠款 3.28 亿元，公司经营性现金流净额 1.99 亿元，同比去年（-609.40 万元）大幅增长。

■ **不断完善产业链打造生态环境综合服务商**

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%），污水处理规模超过 200 万吨/日。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荥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，9 月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。

■ **公司治理解决+产业链完善+资产注入预期，公司发展即将加速**

2016 年公司通过重大资产重组了解决与股东间的同业竞争问题，2017 年 3 月，公司原第一大股东（污水净化）、第二大股东（热力总公司）将持有的公司股份协议转让给公用事业集团，解决公司治理问题，再加上近期也在不断完善产业链，我们认为公司即将进入高速发展期。一方面，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）等污水处理项目，另一方面，公司相继中标了冲沟综合整治及生态修复项目、信阳市浉河三期水环境综合治理 PPP 项目，随着河南省环保 PPP 项目推进的加速，作为省内唯一一家国有大环保平台，公司有望收获更多大型综合环境治理项目。另外考虑到郑东新区污水处理厂（100 万吨/日）和双桥污水厂（60 万吨/日）未来会注入到上市公司，同时控股股东公用事业集团下有热力、水务、垃圾发电等资产，不排除未来注入到上市公司的可能。订单收获+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 35、30、26 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：wind 资讯、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:	18.18	投资评级:	增持		日期:	201710-27
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
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%	**估值**				
销售净利率	32%	33%	34%	34%	P/E	39.71	35.40	29.71	25.91
成长能力					P/B	2.28	2.14	2.00	1.86
收入增长率	81%	8%	16%	14%	P/S	12.61	11.65	10.08	8.84
利润增长率	191%	12%	19%	15%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
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
偿债能力					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)
					营业利润	**214**	**295**	**363**	**425**
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	101	58	58	58
现金及现金等价物	914	1038	1219	1687	**利润总额**	**315**	**353**	**421**	**483**
应收款项	361	175	321	366	所得税费用	17	19	22	26
存货净额	27	14	19	26	**净利润**	298	335	399	457
其他流动资产	57	62	71	81	少数股东损益	1	1	1	1
流动资产合计	**1359**	**1289**	**1630**	**2161**	**归属于母公司净利润**	**298**	**334**	**398**	**456**
固定资产	2868	2825	2804	2794					
在建工程	103	173	173	143	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	1784	2084	2125	2155	**经营活动现金流**	**238**	**693**	**466**	**626**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	298	335	399	457
资产总计	**6203**	**6459**	**6821**	**7341**	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	**投资活动现金流**	**(320)**	**(27)**	**21**	**40**
流动负债合计	**354**	**309**	**325**	**343**	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
长期负债合计	**591**	**561**	**511**	**561**	**筹资活动现金流**	**206**	**(38)**	**(54)**	**45**
负债合计	**945**	**870**	**836**	**904**	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)
负债和股东权益总计	**6203**	**6459**	**6821**	**7341**	**现金净增加额**	**124**	**628**	**433**	**712**

资料来源：wind 资讯、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】

任春阳、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。