

92号文影响较小，现金流有望快速好转

调研纪要

◆ 可转债发行受阻，并不妨碍相关项目正常进展：

此次发行可转债募投项目分别为乌海生态建设 PPP 项目、霍林郭勒市生态景观绿化工程 PPP 项目及五原县万亩现代农业示范园区提升改造工程 PPP 项目，均为公司优质 PPP 项目储备，采用发行可转债的融资方式会加长融资周期，可转债发行受阻后，公司立即采取贷款、基金等融资模式，相比发行可转债融资效率大幅提升，公司现金流相应将得到重大改善。公司融资方式与结构与过去发生重大变化，与国有行、股份行、地方商业银行及证券公司、信托都有合作，自治区内银行对公司认可度非常高，积极与公司对接业务。

◆ PPP 模式改善回款方式，亦将使公司现金流得到改善：

公司今年由于在手订单大幅增长，前三季度处于施工规模快速扩张期，为推进项目大量采购劳务、材料及施工机械所致，经营性现金流为负，这也是公司业务高增长的体现。预计随着年底公司 PPP 项目公司完成注册成立，并且受益于公司 PPP 项目通常采用“811”或“721”模式进行回款，我们预计公司今年年末或明年上半年，经营性现金流将向好并实现转正。

◆ 公司 PPP 项目受 92 号文影响较小：

对于**资本金穿透**：大型项目基本采用联合体方式投标，作为中标方之一的金融机构或其他投资方可向项目公司注入资本金，因此资本金穿透问题的解决并不难。关于**退库风险**：预计现在至明年 3 月 31 日之前会清理一部分不合规 PPP 项目，首先是入库但手续不全，“两评一案”存在问题的；其次是手续齐全但不能进入执行阶段的；执行阶段的项目不会成为第一阶段被清理对象。公司目前正在施工的项目按当前政策基本不会清除出库，并且公司将根据新规将为相关项目增加使用者付费内容，适应 PPP 项目未来更加侧重运营的发展趋势。

◆ 政府重视生态文明建设，生态类 PPP 项目落地有保障：

本届政府重视生态文明相关项目建设，生态环保类 PPP 项目落地实施具有保障。例如此次包头地铁、管网 PPP 项目被停建，包头大青山项目却正常招标。包头市政府在地铁叫停之后将辖区 PPP 项目从头梳理，生态环保类 PPP 项目符合 PPP 相关法规精神。

◆ **财务预测与估值**：2017~2019 年预计实现归母净利润 10.07/15.25/21.61 亿元，同比增长 196.7%/51.5%/41.7%，对应 EPS 为 0.63/0.95/1.35 元。当前股价对应 2017~2019 年的 PE 为 19.5/12.9/9.1 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)	1768	2,861	7,063	10,458	14,645
增长率(%)	8.7	61.8	146.9	48.1	40.0
净利润(百万元)	159.2	339	1,007	1,525	2,161
增长率(%)	-4.5	113.1	196.7	51.5	41.7
毛利率(%)	32.5	31.7	32.5	32.7	32.7
净利率(%)	9.0	11.9	14.3	14.6	14.8
ROE(%)	6.7	12.0	24.5	29.5	32.5
EPS(摊薄/元)	0.34	0.34	0.63	0.95	1.35
P/E(倍)	36.10	36.2	19.5	12.9	9.1
P/B(倍)	2.40	4.4	4.8	3.8	3.0

资料来源：公司公告、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

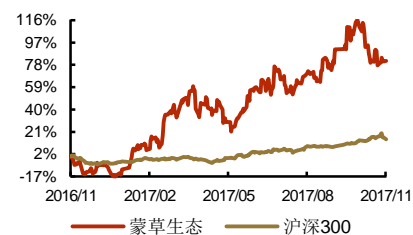
王斌 (执业证书编号：S0280117080044)
wangbin1@xsdzq.cn

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

市场数据 时间 2017.11.27

收盘价(元)：	12.26
总股本(亿股)：	16.04
总市值(亿元)：	196.68
一年最低/最高(元)：	8.5/17.6
近 3 月换手率：	380.98%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-15.79	1.13	63.02
绝对	-15.1	7.83	78.04

相关研报

生态修复 PPP 再获大单，未来业绩持续看好

2017-11-22

PPP 项目进展顺利，生态修复龙头强者恒强

2017-11-16

可转债被否无碍，政府付费 PPP 模式可持续性增强

2017-11-08

三季度业绩高增，西部生态治理龙头未来持续看好

2017-10-25

三季度业绩再次大幅超预期，再次提升未来三年盈利预测

2017-10-15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3627	5586	10092	14661	20276	营业收入	1768	2861	7063	10458	14645
现金	667	1471	700	750	800	营业成本	1194	1955	4765	7036	9851
应收账款	2440	3387	7661	11343	15885	营业税金及附加	45	12	148	220	308
其他应收款	94	107	265	392	549	营业费用	34	42	104	154	216
预付账款	27	42	70	104	146	管理费用	135	229	565	836	1171
存货	389	519	1249	1844	2582	财务费用	45	74	74	113	152
其他流动资产	10	60	147	228	315	资产减值损失	113	126	90	90	90
非流动资产	923	1437	1455	1481	1506	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	77	128	128	128	128	投资净收益	1	1	0	0	0
固定资产	254	380	468	500	529	营业利润	203	424	1317	2009	2857
无形资产	103	102	92	83	75	营业外收入	18	33	30	30	30
其他非流动资产	490	826	767	770	775	营业外支出	3	5	3	3	3
资产总计	4551	7023	11548	16143	21782	利润总额	218	453	1344	2036	2883
流动负债	2205	3667	6797	10195	14141	所得税	45	83	246	373	529
短期借款	650	1591	2152	3415	4721	净利润	174	370	1097	1662	2355
应付账款	1040	1310	3195	4717	6605	少数股东损益	14	31	91	137	194
其他流动负债	516	765	1451	2063	2815	归属母公司净利润	159	339	1007	1525	2161
非流动负债	125	280	287	295	303	EBITDA	277	534	1461	2196	3085
长期借款	79	221	221	221	221	EPS (元)	0.34	0.34	0.63	0.95	1.35
其他非流动负债	46	58	66	74	82						
负债合计	2330	3946	7085	10490	14444	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	-171	258	349	486	680	成长能力					
股本	469	1003	1604	1604	1604	营业收入(%)	8.7	61.8	146.9	48.1	40.0
资本公积	964	885	885	885	885	营业利润(%)	(4.7)	109.2	210.3	52.5	42.2
留存收益	959	931	1626	2678	4169	归属于母公司净利润(%)	(4.5)	113.1	196.7	51.5	41.7
归属母公司股东权益	2392	2818	4114	5166	6657	获利能力					
负债和股东权益	4551	7023	11548	16143	21782	毛利率(%)	32.5	31.7	32.5	32.7	32.7
						净利率(%)	9.0	11.9	14.3	14.6	14.8
						ROE(%)	6.7	12.0	24.5	29.5	32.5
						ROIC(%)	6.4	8.2	16.6	18.7	20.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.2	56.2	61.4	65.0	66.3
						净负债比率(%)	18.6	27.3	20.6	22.5	22.7
						流动比率	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
						速动比率	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.7
						应收账款周转率	0.8	1.0	1.3	1.1	1.1
						应付账款周转率	1.3	1.7	2.1	1.8	1.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.34	0.34	0.63	0.95	1.35
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.11	-0.85	-0.33	-0.22
						每股净资产(最新摊薄)	5.10	2.81	2.57	3.22	4.15
						估值比率					
						P/E	36.10	36.23	19.53	12.89	9.10
						P/B	2.40	4.36	4.78	3.81	2.95
						EV/EBITDA	-99.02	-51.3	-18.8	-12.5	-8.9

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

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	吕阳 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1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>