

污水处理板块业绩稳健，危废及新能源供给业务成长性较佳

——创业环保(600874.SH)公司调研报告

公司点评

◆ 投资建议：

我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.34、0.35和0.44元。当前股价对应17-19年PE分别为37.5X、36.3X、28.9X。考虑公司污水处理板块业绩成长稳健，且接连斩获PPP大单，而危废及新能源供给业务成长性较佳，有望成为新盈利亮点，我们维持“推荐”评级。

◆ 污水处理板块业绩稳健，危废及新能源供给业务成长性较佳：

创业环保(600874.SH)水务业务范围以传统污水处理、自来水供水及再生水业务为主，向水务环保行业产业链延伸，包括工业废水处理、污泥处理、固废处理，以及以除臭系统销售为龙头的环保科研产品及服务。公司污水处理业务营收占比、毛利占比均在~70%，是公司业绩最重要来源。污水处理、供水及新能源供冷供热业务以PPP模式为主，对资金需求量较大，公司作为上市公司平台及天津地方国企，政企关系良好，融资成本较低，业绩稳健增长。公司长期立足污水处理领域，运营经验丰富，团队结构稳定，竞争优势较强，为扩张天津以外业务领域奠定良好基础。2017年Q1-Q3，公司实现营收15.5亿元(+4.55%)，实现归母净利润4.1亿元(+11.82%)，净利润增加主要系污水处理收入增加及财务费用降低所致。总体而言，公司污水处理业务业绩稳健，可提供充足现金流，危废及新能源供给业务前景明朗，成长性较佳。

◆ 污水处理接连斩获PPP大单，2019年密集进入运营期：

2017年H1末，公司水务业务总规模达504万立方米/日，其中PPP模式下污水处理规模393万立方米/日，委托运营模式下污水处理规模67万立方米/日；自来水规模20万立方米/日；再生水规模24万立方米/日。2017年7月，公司中标巴彦淖尔市污水处理再生水回用及供水一体化PPP项目，包括污水处理规模15万立方米/日，再生水规模11.5万立方米/日，供水厂规模8.5万立方米/日。2017年10月，公司又中标宁乡经济技术开发区污水处理及回用工程，项目总规模为5万立方米/日。预计巴彦淖尔市、宁乡市等项目可在2018年底左右投入运营。此外，北仓污水处理厂扩建及提标工程项目将新增处理能力5万m³/d，并对现有污水处理厂10万m³/d进行提标改造；而津沽污水处理厂扩建及提标工程项目新增处理能力10万m³/d，对现有污水处理厂55万m³/d进行提标改造。预计北仓、津沽等项目可在2019年左右投入运营。北仓、津沽项目提标改造完成后，污水处理费用有望上扬，并增厚公司业绩。

◆ 携手大连东泰，布局高景气度的危废行业，业绩释放可期：

公司已经布局山东临沂、郯城危险废物综合处置中心项目，临沂、郯城这两个危废规模均为4万吨/年。目前，临沂、郯城危废项目均处于前期建设阶段，建设期在1-2年，预计可于2018年底投入运营，并处理园区的各类化工废水等危废。2017年11月，公司还与大连东泰达成战略合作协议，拟引入大连东泰作为山东创业环保公司的战略投资者。大连东泰成立于1991年，是国内较早从事固体废弃物处理、有机废物处理的企业，固废处置技术及管理经验丰富。危废行业产能缺口巨大，且行业存在较高的资质、

推荐(维持评级)

分析师

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

市场数据	时间 2017.12.21
收盘价(元)：	12.74
总股本(亿股)：	10.87
总市值(亿元)：	138.51
一年最低/最高(元)：	7.65/24.93
近3月换手率：	91.65%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.11	-31.8	34.3
绝对	-6.84	-26.91	56.11

相关研报

市场拓展效果初显，综合服务能力逐步提升

2017-10-30

技术、资金壁垒，短期内危废处理产能紧俏难以缓解，行业景气度较高，盈利能力较强。公司携手大连东泰，将继续开拓危废板块的业务空间，开辟新的盈利亮点。

◆ 煤改气遭遇天然气供应瓶颈，新能源供冷供热业务前景持续向好：

公司新能源业务以天津佳源创新能源科技公司为平台，以浅层、深层地热等清洁能源为客户提供供冷供热服务。2011年，中标天津市文化中心能源站特许经营项目，开始新能源供冷供热业务。2014年，中标黑牛城道1#、2#能源站特许经营项目；2015年，中标天津市侯台风景区2号能源站特许经营项目；2016年中标天津市滨海新区文化中心（一期）能源站特许经营项目。公司合计新能源供给业务的服务面积高达200万平方米。京津冀地区大气污染形势严峻，虽然政府大力推行煤改气、煤改电，以缓解冬季雾霾问题。但煤改气推行过快，导致天然气供给严重不足。创业环保新能源供给业务利用可再生的地热能源，项目投入成本主要为电力成本，环境友好型强，天津等地正积极推广，业绩前景较好。虽然，2017H1，公司新能源供冷供热业务收入仅为2919.7万元，营收占比仅为3.2%。但随着定增项目投入运营，及公司新能源供给业务的大力推进，新能源供给业务将成为公司的重要盈利看点。

◆ 定增资金近期有望到位，财务费用率有望进一步降低：

2012年以来，公司毛利率稳定在40-43%左右。但净利率从2012年16.8%增加至2017Q3的28%，净利率增长主要系财务费用率降低所致。公司财务费用率从2012年13%降低至2017年的5%。2017年12月，公司定增项目通过证监会审核，拟募投不超过18.4亿元。预计在2018年上半年，公司定增资金可募投到位，届时将置换公司募投项目所耗费的银行贷款，公司财务费用率有望继续降低。此外，创业环保公司债核准额度为18亿，第一期仅发行7亿，后续若发行公司债，也将调整存量贷款利率，降低公司财务费用率，并提升净利率。

◆ 风险提示：北仓、津沽项目提标改造进程不及预期风险；危废业务拓展不及预期风险；新能源供给业务推进进程不及预期风险；利率大幅上行，公司开展PPP项目遭遇融资困境。

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1934	1,959	2,011	2,166	2,672
增长率(%)	5.8	1.3	2.7	7.7	23.4
净利润(百万元)	330.5	443	481	497	625
增长率(%)	7.3	34.1	8.6	3.3	25.7
毛利率(%)	37.9	41.3	42.8	42.1	43.6
净利率(%)	17.1	22.6	23.9	23.0	23.4
ROE(%)	7.5	9.4	9.3	8.9	10.3
EPS(摊薄/元)	0.23	0.31	0.34	0.35	0.44
P/E(倍)	54.66	40.8	37.5	36.3	28.9
P/B(倍)	4.11	3.8	3.5	3.3	3.0

资料来源：公司公告、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	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2878	3393	3405	4396	4925	营业收入	1934	1959	2011	2166	2672
现金	1350	1199	1779	1916	2364	营业成本	1202	1150	1150	1254	1507
应收账款	1238	1815	1320	2057	2110	营业税金及附加	33	46	29	35	47
其他应收款	75	151	81	169	139	营业费用	3	10	3	5	7
预付账款	140	153	148	176	223	管理费用	105	116	115	126	154
存货	27	24	27	29	39	财务费用	183	152	74	83	114
其他流动资产	48	50	50	50	51	资产减值损失	32	52	0	0	0
非流动资产	7171	7248	7605	8120	8877	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	26	0	-29	-58	-88	投资净收益	-5	-4	-3	-3	-4
固定资产	452	413	457	569	803	营业利润	371	429	637	661	839
无形资产	6260	6234	6537	6941	7476	营业外收入	154	194	27	27	27
其他非流动资产	434	601	640	668	686	营业外支出	35	1	1	1	1
资产总计	10049	10641	11010	12516	13802	利润总额	490	622	662	686	864
流动负债	2592	1798	2085	3457	4452	所得税	146	154	164	170	214
短期借款	0	0	132	1169	1777	净利润	344	468	498	516	650
应付账款	83	107	83	124	124	少数股东损益	14	25	17	18	25
其他流动负债	2509	1691	1871	2163	2552	归属母公司净利润	331	443	481	497	625
非流动负债	2839	3839	3559	3289	3042	EBITDA	851	1035	1005	1083	1349
长期借款	1269	1905	1624	1355	1107	EPS (元)	0.23	0.31	0.34	0.35	0.44
其他非流动负债	1570	1935	1935	1935	1935						
负债合计	5431	5637	5644	6746	7494	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	218	259	276	294	319	成长能力					
股本	1427	1427	1427	1427	1427	营业收入(%)	5.8	1.3	2.7	7.7	23.4
资本公积	382	399	399	399	399	营业利润(%)	(9.8)	15.8	48.4	3.7	27.0
留存收益	2592	2918	3250	3602	4047	归属于母公司净利润(%)	7.3	34.1	8.6	3.3	25.7
归属母公司股东权益	4401	4744	5090	5475	5988	获利能力					
负债和股东权益	10049	10641	11010	12516	13802	毛利率(%)	37.9	41.3	42.8	42.1	43.6
						净利率(%)	17.1	22.6	23.9	23.0	23.4
现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.5	9.4	9.3	8.9	10.3
经营活动现金流	2311	404	1430	412	1445	ROIC(%)	4.6	6.2	5.7	5.3	6.3
净利润	344	468	498	516	650	偿债能力					
折旧摊销	317	323	325	364	418	资产负债率(%)	54.0	53.0	51.3	53.9	54.3
财务费用	183	152	74	83	114	净负债比率(%)	20.0	18.3	7.1	18.2	16.0
投资损失	5	4	3	3	4	流动比率	1.1	1.9	1.6	1.3	1.1
营运资金变动	1429	-593	530	-554	259	速动比率	1.1	1.9	1.6	1.3	1.1
其他经营现金流	31	50	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-493	-142	-685	-882	-1180	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
资本支出	469	461	386	543	787	应收账款周转率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
长期投资	0	0	29	29	30	应付账款周转率	17.6	12.1	12.1	12.1	12.1
其他投资现金流	-24	319	-270	-309	-363	每股指标 (元)					
筹资活动现金流	-1304	-409	-296	-431	-425	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.31	0.34	0.35	0.44
短期借款	-50	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	0.21	1.00	0.29	1.01
长期借款	-1684	636	-281	-269	(247)	每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.32	3.57	3.84	4.20
普通股增加	0	0	0	0	0	估值比率					
资本公积增加	0	17	0	0	0	P/E	54.66	40.77	37.53	36.33	28.91
其他筹资现金流	430	-1061	-16	-161	-178	P/B	4.11	3.81	3.55	3.30	3.02
现金净增加额	514	-147	448	-900	-159	EV/EBITDA	24.30	20.3	20.4	19.6	15.7

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

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，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	吕阳 销售总监
	固话：021-68865595转258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyouqi@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/>