

## 三大业务板块协同发展, 业绩实现高增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年年度报告。2017年实现营业收入47.8亿元, 同比增长86.1%, 归母净利润5.1亿元, 同比增长95.3%, EPS 1.2元。
- **业绩大幅增长, 生态环境修复业务推动业绩增长:** 公司2017年营业收入同比增长86.1%, 生态环境修复业务贡献收入增量。生态环境修复业务收入30.6亿元, 同比增长70.9%, 占比64.0%; 文化旅游业务收入8.9亿元, 同比增长120.1%, 占比18.7%; 水务水环境治理业务收入8.3亿元, 同比增长122.3%, 占比17.4%。公司未来将稳步推进“大生态+泛娱乐”战略, 继续协同发展水务水环境治理、生态环境修复、文旅运营三大业务板块, 受益于建设生态文明政策的推动, 预计未来几年三大业务板块将继续为公司贡献可观的收入。
- **盈利能力略有提升, 现金流大幅流出:** 公司2017年毛利率28.7%, 同比上升0.5个百分点; 净利率10.8%, 同比上升0.7个百分点; 期间费用率14.1%, 与上期基本持平, 其中, 因管理费用增速低于收入增速, 管理费用率下降1.0个百分点, 因业务规模扩张、借款增加导致财务费用率上升1.0个百分点。经营性现金流-5.2亿元, 较去年同期-0.7亿元减少4.5亿元, 主要系PPP项目增加且处于建设期, 运营成本投入较多及业务开拓支付的投标保证金等增加所致。
- **内外并举完善“大生态”产业链, 水务水生态成为未来发展新亮点:** 公司2017年并购新港永豪, 取得水利水电工程总承包施工一级资质, “大生态”产业链进一步完善。新港永豪与公司形成显著协同作用, 公司2017年水务水环境治理业务同比大幅增长122.3%。根据业绩承诺, 新港永豪2018年实现净利润0.8亿元, 同时将带动公司水务水生态发展, 水务水生态成为公司未来业绩增长新亮点。
- **建立“三大总部+八大区域”运营中心, 跨区经营能力凸显:** 公司设立东莞、北京、上海三个总部, 深入推行区域化管理, 八大区域协同发展。公司2017年华南、华北、华中、华东、华西地区分别实现收入7.3亿元、5.5亿元、3.0亿元、20.3亿元、10.9亿元, 分别同比增长116.0%、130.8%、72.2%、53.4%、127.8%, 境外地区收入0.8亿元, 同比大幅增长416.5%。公司未来将继续推行区域化建设, 提高区域经营效率。
- **在手订单饱满, 2018年业绩计划大幅超出市场预期:** 公司在手订单饱满, 截至2017年末, 已施工未完工项目135.5亿元。根据公司2018财务预算, 预计2018年目标收入95.9亿元, 同比增长100.6%, 目标净利润9.8亿元, 同比增长90.1%, 大幅超出市场预期。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为2.21元、2.99元、3.92元, 对应PE为12倍、9倍、7倍。公司业绩高增长且估值低, 并购的新港永豪与公司形成显著的协同作用, 2018年业绩将呈现爆发式增长。给予公司2018年18倍估值, 对应目标价39.78元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 工程进度、工程回款或不及预期, 业务拓展或不及预期, 并购企业业绩实现或不及承诺的风险。

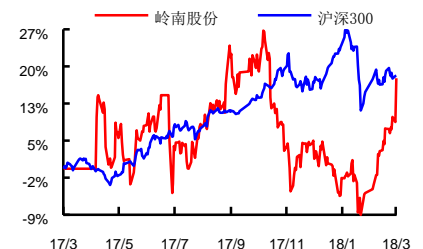
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4778.74	9655.86	12706.51	16927.05
增长率	86.11%	102.06%	31.59%	33.22%
归属母公司净利润(百万元)	509.28	965.59	1304.44	1709.60
增长率	95.27%	89.60%	35.09%	31.06%
每股收益EPS(元)	1.17	2.21	2.99	3.92
净资产收益率ROE	13.89%	21.30%	23.10%	24.08%
PE	23	12	9	7
PB	3.26	2.64	2.11	1.68

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
执业证号: S1250517090004  
电话: 021-58351883  
邮箱: yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

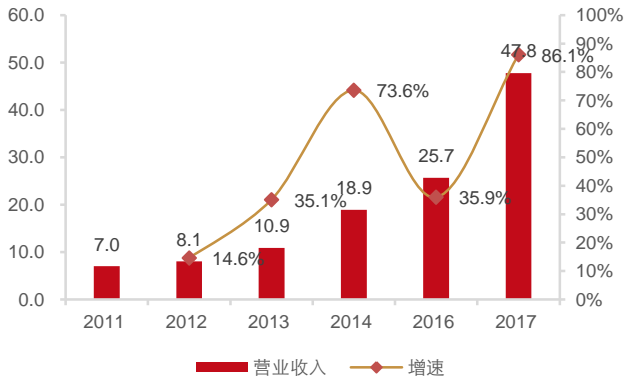
### 基础数据

总股本(亿股)	4.36
流通A股(亿股)	2.25
52周内股价区间(元)	22.59-31.54
总市值(亿元)	127.47
总资产(亿元)	109.26
每股净资产(元)	8.30

### 相关研究

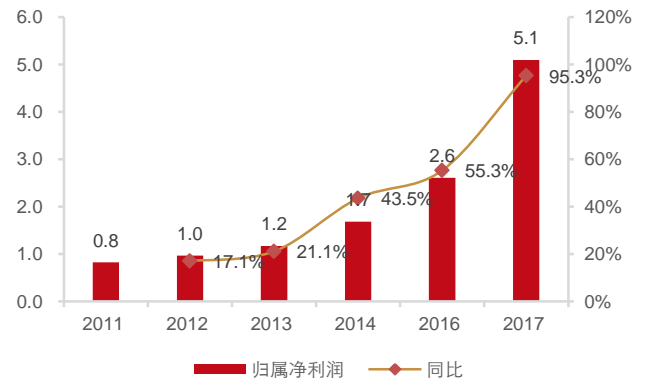
关键财务指标:

图 1: 2017 年实现营业收入 47.8 亿元, 同比增长 86.1%



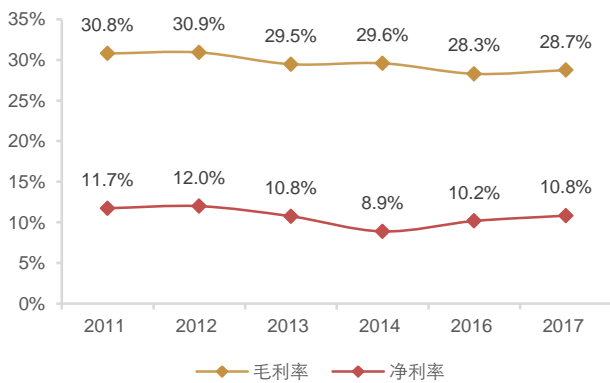
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 2: 2017 年实现归属净利润 5.1 亿元, 同比增长 95.3%



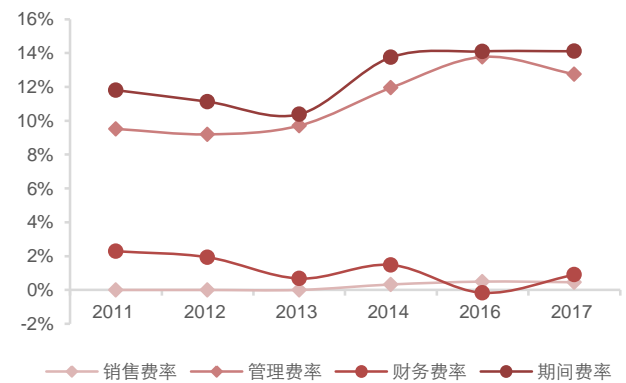
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 3: 2017 年毛利率 28.7%, 较上年提高 0.5 个百分点



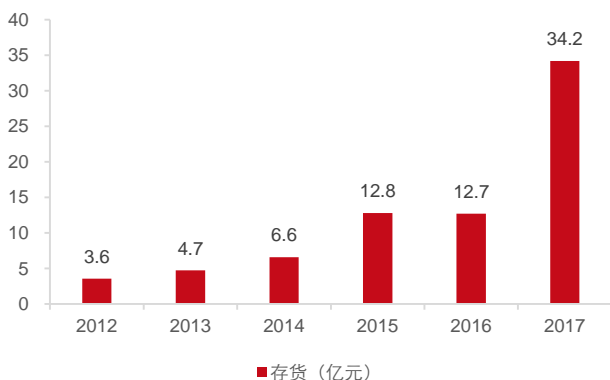
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 4: 2017 年期间费用率 14.1%, 与上年基本持平



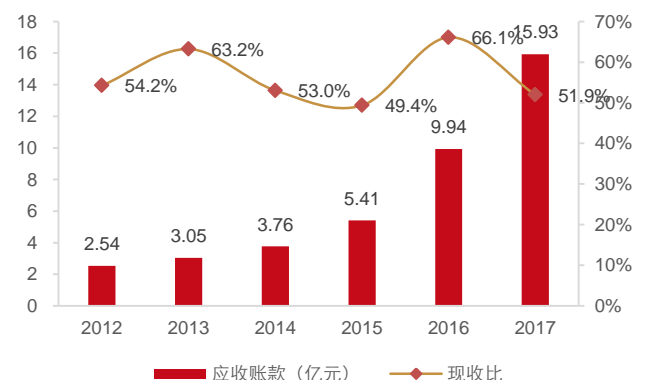
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5: 2017 年存货 34.2 亿元, 较上年增加 21.5 亿元



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 6: 2017 年现收比 51.9%, 较上年下降 14.2 个百分点



数据来源: Wind, 西南证券整理

**关键假设：**

假设 1：公司水务水环境治理业务受益于并购新港永豪，工程量增速明显，2018-2020 年增速分别为 350%、50%、50%；生态环境修复业务保持稳定增长，2018-2020 年增速分别为 50%、20%、20%；文化旅游业务保持稳定增长，2018-2020 年增速分别为 50%、20%、20%。

假设 2：各项业务毛利保持稳定，生态环境修复业务、文化旅游业务、水务水环境治理业务毛利率分别为 26%、39%、26%。

假设 3：公司项目持续落地、税率、期间费用维持在相对稳定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
生态环境修复业务	收入	3058.0	4587.0	5504.4	6605.2
	yoy	71%	50%	20%	20%
	毛利率	26%	26%	26%	26%
文化旅游业务	收入	891.5	1337.3	1604.7	1925.7
	yoy	120%	50%	20%	20%
	毛利率	39%	39%	39%	39%
水务水环境治理业务	收入	829.2	3731.6	5597.4	8396.1
	yoy	122%	350%	50%	50%
	毛利率	26%	26%	26%	26%
合计	收入	4778.7	9655.9	12706.5	16927.0
	yoy	86%	102%	32%	33%
	毛利率	29%	28%	28%	27%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4778.74	9655.86	12706.51	16927.05	净利润	517.67	981.50	1325.92	1737.75
营业成本	3405.30	6971.49	9194.21	12275.68	折旧与摊销	25.68	26.28	26.28	26.28
营业税金及附加	4.48	70.46	52.32	96.61	财务费用	42.94	14.15	18.67	24.84
销售费用	21.84	48.28	63.53	84.64	资产减值损失	93.10	100.00	100.00	100.00
管理费用	609.38	1332.51	1753.50	2335.93	经营营运资本变动	-484.13	-1404.36	-749.17	-928.25
财务费用	42.94	14.15	18.67	24.84	其他	-716.50	-129.99	-127.99	-130.99
资产减值损失	93.10	100.00	100.00	100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-521.24</b>	<b>-412.43</b>	<b>593.71</b>	<b>829.63</b>
投资收益	5.73	30.00	30.00	30.00	资本支出	-495.69	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.03	-0.01	-0.01	-0.01	其他	-275.43	-511.09	-520.01	-520.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-771.12</b>	<b>-511.09</b>	<b>-520.01</b>	<b>-520.01</b>
<b>营业利润</b>	<b>607.44</b>	<b>1148.96</b>	<b>1554.28</b>	<b>2039.34</b>	短期借款	1360.22	932.96	393.15	348.16
其他非经营损益	2.09	5.74	5.63	5.08	长期借款	302.08	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>609.53</b>	<b>1154.70</b>	<b>1559.91</b>	<b>2044.42</b>	股权融资	507.04	0.00	0.00	0.00
所得税	91.86	173.21	233.99	306.66	支付股利	-51.75	-101.86	-193.12	-260.89
净利润	517.67	981.50	1325.92	1737.75	其他	-335.69	27.62	31.33	25.16
少数股东损益	8.39	15.90	21.48	28.16	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1781.91</b>	<b>858.73</b>	<b>231.37</b>	<b>112.43</b>
归属母公司股东净利润	509.28	965.59	1304.44	1709.60	<b>现金流量净额</b>	<b>489.42</b>	<b>-64.79</b>	<b>305.07</b>	<b>422.05</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1030.38	965.59	1270.65	1692.70	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1989.12	3937.58	5279.43	6991.31	销售收入增长率	86.11%	102.06%	31.59%	33.22%
存货	3415.50	6992.37	9219.74	12311.44	营业利润增长率	104.94%	89.15%	35.28%	31.21%
其他流动资产	405.35	493.84	573.48	664.50	净利润增长率	98.17%	89.60%	35.09%	31.06%
长期股权投资	636.53	636.53	636.53	636.53	EBITDA 增长率	121.11%	75.93%	34.46%	30.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	343.79	328.10	312.41	296.71	毛利率	28.74%	27.80%	27.64%	27.48%
无形资产和开发支出	1166.19	1158.90	1151.61	1144.32	三费率	14.11%	14.45%	14.45%	14.45%
其他非流动资产	1939.29	2436.00	2932.71	3429.42	净利率	10.83%	10.16%	10.43%	10.27%
<b>资产总计</b>	<b>10926.16</b>	<b>16948.90</b>	<b>21376.57</b>	<b>27166.94</b>	ROE	13.89%	21.30%	23.10%	24.08%
短期借款	1560.10	2493.06	2886.22	3234.38	ROA	4.74%	5.79%	6.20%	6.40%
应付和预收款项	4119.38	7930.40	10559.38	14165.95	ROIC	24.11%	26.05%	25.74%	27.75%
长期借款	494.39	494.39	494.39	494.39	EBITDA/销售收入	14.15%	12.32%	12.59%	12.35%
其他负债	1024.12	1423.25	1695.98	2054.76	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>7198.00</b>	<b>12341.12</b>	<b>15635.98</b>	<b>19949.49</b>	总资产周转率	0.59	0.69	0.66	0.70
股本	436.21	436.23	436.23	436.23	固定资产周转率	21.05	34.94	48.74	69.09
资本公积	1910.16	1910.13	1910.13	1910.13	应收账款周转率	3.69	3.93	3.29	3.31
留存收益	1275.71	2139.45	3250.77	4699.48	存货周转率	1.45	1.34	1.13	1.14
归属母公司股东权益	3622.09	4485.82	5597.14	7045.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	51.94%	—	—	—
少数股东权益	106.06	121.97	143.45	171.61	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3728.16</b>	<b>4607.79</b>	<b>5740.59</b>	<b>7217.46</b>	资产负债率	65.88%	72.81%	73.15%	73.43%
负债和股东权益合计	10926.16	16948.90	21376.57	27166.94	带息债务/总负债	32.00%	26.22%	23.21%	19.94%
					流动比率	1.08	1.08	1.11	1.14
					速动比率	0.54	0.47	0.49	0.49
					股利支付率	10.16%	10.55%	14.80%	15.26%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	676.06	1189.39	1599.22	2090.45	每股收益	1.17	2.21	2.99	3.92
PE	23.21	12.24	9.06	6.91	每股净资产	8.30	10.28	12.83	16.15
PB	3.26	2.64	2.11	1.68	每股经营现金	-1.19	-0.95	1.36	1.90
PS	2.47	1.22	0.93	0.70	每股股利	0.12	0.23	0.44	0.60
EV/EBITDA	17.00	10.08	7.24	5.27					
股息率	0.44%	0.86%	1.63%	2.21%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn