

# 计提导致业绩下滑，转型生态环保推动高成长

公司点评

王小勇(分析师)

0755-82312484

wangxiaoyong1@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070001

王斌(联系人)

wangbin1@xsdzq.cn

证书编号: S0280117080044

王萌(联系人)

wangmeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090007

## ● 事件:

公司发布 2017 年年报, 2017 年全年公司共实现营收 29.09 亿元, 同比增长 73.87%; 归母净利润-6313.58 万元, 同比下降 177.18%。本报告期公司不派发现金红利、送红股及转增股本。

## ● 点评:

### ● 毛利率有所下降, 经营性现金流大幅好转:

公司 2017 年度实现毛利率 15.21%, 同比下降 2.95%, 主要原因一是化工行业总承包项目整体毛利率有所下降, 二是近年来公司积极致力于业务转型开拓 PPP 领域, PPP 总承包项目的毛利率低于传统化工行业总承包项目, 进一步降低了毛利率; 实现净利率-2.12%, 同比下降 7.1%。公司全年经营活动产生的现金流量净额为 3.97 亿元, 同比增长 107.84%, 主要原因是公司收回了部分项目欠款和投标保证金, 同时新开工及复工的项目收款情况良好且公司加强了经营现金流管理, 严控现金支出。投资活动产生的现金流量净额为-7.76 亿元, 同比下降 5643.3%, 主要系公司承接的瓮安县和东至县 PPP 项目的项目建设投入; 筹资活动产生的现金流量净额为 5.09 亿元, 较上年同期上涨 2328.17%, 主要系公司承接的 PPP 项目取得的项目建设贷款。

### ● 工程总承包业务进一步增强, 投融资带动策略显著:

公司主业工程项目承包业务进一步增强, 2017 年实现营业收入 271.05 亿元, 同比增长 82.85%, 占营收比重 93.18%, 较 2016 年提高了 4.57 个百分点, 贡献毛利 3.79 亿元, 占比 85.75%, 同比增长 52.82%; 分行业看, 公司继续推进“经营生产一体化”, 巩固合成气制乙二醇、氯化法钛白等传统优势业务, 2017 年公司化工行业实现营业收入 24.17 亿元, 占营收比重 83.08%, 同比增长 59.62%; 同时, 公司依托环保业务的技术优势和项目建设的工程优势, 实施投融资带动策略, 有效提升了环境市政等业务份额, 2017 年公司环境市政行业实现营业收入 4.67 亿元, 占比 16.05%, 同比增长 250.11%。

### ● 接连签署重大合同, 预计未来订单落地将提速:

2018 年以来公司相继与项城城管局、藏格锂业、松蓝化工签订合同, 合同金额达 2 亿元。2017 年以来, 公司累计签约工程合同额 45.18 亿元, 同比增长 42.25%, 相对 2017 年营收 29.09 亿元, 订单收入保障比为 1.55 倍。此外, 自 2017 年以来, 公司相继中标宿州市、阜阳市、沈丘县 PPP 项目, 项目金额合计 45.54 亿元。公司接连签署重大合同, 有助于公司开拓新增市场, 增强业务承接能力, 不断积累经验并提高市场影响力, 推动未来项目订单加速落地。2018 年度, 公司计划实现营业收入 36.00 亿元, 同比增长 23.75%。

### ● 打造专项平台, 积极拓展生态环保 PPP 业务:

公司积极响应国家政策, 打造专项平台, 积极拓展市政工程、河道治理、景观园林等领域 PPP 项目。公司参股励源海博斯环保科技(合肥)有限公司, 打造土壤修复和治理的专业平台, 以期带动土壤修复工程总承包等业务; 参股中化工程集团基础设施建设有限公司, 打造环境市政、公路桥隧、景观园

## 强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2018.03.30
收盘价(元):	9.05
一年最低/最高(元):	7.73/16.29
总股本(亿股):	4.46
总市值(亿元):	40.37
流通股本(亿股):	4.4
流通市值(亿元):	39.79
近 3 月换手率:	48.66%

## 股价一年走势



## 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	8.34	-14.37	-52.98
绝对	5.23	-17.65	-39.55

## 相关报告

《PPP 业务再签大单, 转型助推业绩高成长》2017-11-02

《业绩符合预期, 转型环保生态 PPP 投入效应开始显现》2017-10-23

《技术与背景加持转型, 生态 PPP 隐形冠军真容乍显》2017-09-20

《水环境治理潜在龙头, 转型生态环保 PPP 订单爆发》2017-09-14

《化工产业链回暖, 多元化布局市政环保》2017-08-24

林等领域的 PPP 业务平台，并拓展相关工程业务。2017 年以来公司相继签约东至经济开发区应急事故水处理、瑞安市固废与污泥无害化处置及资源化利用、瓮安草塘“十二塘”景观工程（一期）、惠水连江河河道治理项目（北段）及连江文化体育公园建设、淮南固废处置、宿州主城区黑臭水体综合整治等生态环保 PPP 项目，打造业绩新的增长点，积极推动业务转型。

● **财务预测与估值:** 预计公司 2018~2020 年实现归母净利 1.81/2.32/2.75 亿元，同比增长 386.1%/28.6%/18.2%，对应 EPS 为 0.41/0.52/0.62 元。当前股价对应 2018~2020 年的 PE 为 22.3/17.4/14.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** PPP 项目推进不及预期，回款风险等。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1673	2,909	3,609	4,642	5,558
增长率(%)	-54.0	73.9	24.1	28.7	19.7
净利润(百万元)	81.8	-63	181	232	275
增长率(%)	-54.3	-177.2	386.1	28.6	18.2
毛利率(%)	18.2	15.2	17.2	16.9	16.6
净利率(%)	4.9	-2.2	5.0	5.0	4.9
ROE(%)	3.4	-3.2	8.5	9.8	10.4
EPS(摊薄/元)	0.18	-0.14	0.41	0.52	0.62
P/E(倍)	49.35	-63.9	22.3	17.4	14.7
P/B(倍)	1.70	2.1	1.9	1.7	1.5

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	5287	4971	5816	7285	8663	<b>营业收入</b>	<b>1673</b>	<b>2909</b>	<b>3609</b>	<b>4642</b>	<b>5558</b>
现金	1689	1816	2205	2615	3060	营业成本	1369	2466	2987	3859	4636
应收账款	685	650	807	1038	1242	营业税金及附加	7	8	10	13	15
其他应收款	136	58	72	93	112	营业费用	19	22	27	35	42
预付账款	973	1265	1300	1679	2017	管理费用	186	236	293	377	451
存货	<b>1779</b>	<b>1120</b>	<b>1357</b>	<b>1753</b>	<b>2105</b>	财务费用	-20	-15	20	19	17
其他流动资产	24	61	76	108	127	资产减值损失	33	286	50	50	50
<b>非流动资产</b>	559	1190	1126	1103	1084	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	95	178	178	178	178	投资净收益	11	11	12	12	12
固定资产	214	200	185	172	161	<b>营业利润</b>	90	-80	233	302	358
无形资产	66	120	108	97	87	营业外收入	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
其他非流动资产	<b>184</b>	<b>693</b>	<b>655</b>	<b>656</b>	<b>658</b>	营业外支出	0	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>5846</b>	<b>6161</b>	<b>6942</b>	<b>8388</b>	<b>9747</b>	<b>利润总额</b>	100	-81	240	309	365
<b>流动负债</b>	3792	3650	4247	5457	6537	所得税	<b>16</b>	<b>-19</b>	<b>57</b>	<b>73</b>	<b>86</b>
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	83	-62	183	236	279
应付账款	1773	1855	2247	2902	3487	少数股东损益	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
其他流动负债	<b>2018</b>	<b>1795</b>	<b>2000</b>	<b>2555</b>	<b>3050</b>	<b>归属母公司净利润</b>	82	-63	181	232	275
<b>非流动负债</b>	1	531	531	531	531	EBITDA	<b>90</b>	<b>-76</b>	<b>285</b>	<b>350</b>	<b>402</b>
长期借款	0	531	531	531	531	EPS(元)	0.18	-0.14	0.41	0.52	0.62
其他非流动负债	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3793</b>	<b>4181</b>	<b>4778</b>	<b>5989</b>	<b>7068</b>						
少数股东权益	-322	27	29	33	37	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	446	446	446	446	446	<b>成长能力</b>					
资本公积	91	91	91	91	91	营业收入(%)	(54.0)	73.9	24.1	28.7	19.7
留存收益	1839	1417	1598	1830	2105	营业利润(%)	(54.7)	-188.9	-391.1	29.4	18.7
归属母公司股东权益	2375	1954	2134	2367	2641	归属于母公司净利润(%)	(54.3)	-177.2	386.1	28.6	18.2
<b>负债和股东权益</b>	<b>5846</b>	<b>6161</b>	<b>6942</b>	<b>8388</b>	<b>9747</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	18.2	15.2	17.2	16.9	16.6
						净利率(%)	4.9	-2.2	5.0	5.0	4.9
						ROE(%)	3.4	-3.2	8.5	9.8	10.4
						ROIC(%)	2.8	-2.9	7.2	8.4	8.9
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	64.9	67.9	68.8	71.4	72.5
						净负债比率(%)	0.0	8.6	7.7	6.3	5.5
						流动比率	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
						速动比率	0.9	1.1	1.1	1.0	1.0
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6
						应收账款周转率	2.6	4.4	5.0	5.0	4.9
						应付账款周转率	0.7	1.4	1.5	1.5	1.5
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.18	-0.14	0.41	0.52	0.62
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.89	0.90	0.97	1.02
						每股净资产(最新摊薄)	5.33	4.38	4.79	5.31	5.92
						<b>估值比率</b>					
						P/E	49.35	-63.91	22.34	17.37	14.70
						P/B	1.70	2.07	1.89	1.71	1.53
						EV/EBITDA	72.25	-86.2	22.8	18.6	16.2

  

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	191	397	402	431	456
净利润	0	-63	181	232	275
折旧摊销	0	20	32	29	27
财务费用	0	-15	20	19	17
投资损失	0	-11	-12	-12	-12
营运资金变动	0	300	141	161	147
其他经营现金流	191	167	41	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-14	-776	-5	-15	-5
资本支出	<b>0</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>
长期投资	-19	-85	0	0	0
其他投资现金流	-33	-867	-10	-20	-10
<b>筹资活动现金流</b>	-23	509	-8	-7	-5
短期借款	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
长期借款	0	531	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-23</b>	<b>-22</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>155</b>	<b>130</b>	<b>389</b>	<b>409</b>	<b>446</b>

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。

## 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	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	手机：13811830164
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	手机：18221821684
	邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b>
	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/>