

2018年08月27日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

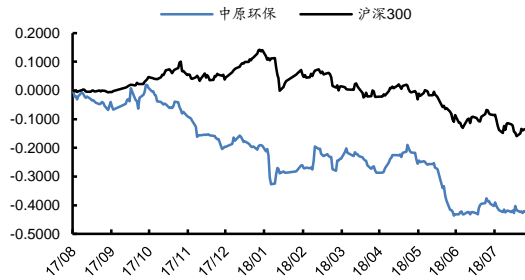
证券分析师： 任春阳 S0350517100002

021-68930177 rency@ghzq.com.cn

业绩符合预期，订单饱满发展后劲足

——中原环保（000544）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中原环保	-5.8	-26.2	-42.1
沪深 300	-6.0	-12.9	-12.4

市场数据

2018-08-24

当前价格（元）	6.77
52 周价格区间（元）	6.40 - 12.00
总市值（百万）	6598.61
流通市值（百万）	3531.57
总股本（万股）	97468.45
流通股（万股）	52165.03
日均成交额（百万）	31.15
近一月换手（%）	8.00

相关报告

《中原环保（000544）事件点评：水环境再下一城，区域环保平台进入快速发展期》——

2018-05-09

《中原环保（000544）事件点评：业绩符合预期，完善产业链进入收获期》——2018-01-21

《中原环保（000544）事件点评：收购五建城乡拓展工程业务，增资河南晟融开启水务+光伏新模式》——2017-12-06

《中原环保（000544）2017 三季报点评：业绩符合预期，公司发展即将加速》——2017-10-30

《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》

事件：

公司 8 月 24 日晚发布 2018 年半年报：报告期内，公司实现营收 4.82 亿元，同比增长 3.82%，实现归属于上市公司股东的净利润 17674.68 万元，同比增长 0.75%，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 16891.92 万元，同比增长 34.88%。对此，我们点评如下：

投资要点：

■ 受回购影响业绩增速放缓，综合毛利率有所提升

2018 年上半年公司实现营收 4.82 亿元，同比增长 3.82%，实现归属于上市公司股东的净利润 17674.68 万元，同比增长 0.75%。实现扣非后的归属净利润 1.69 亿元，同比增长 34.88%，符合市场预期。公司业绩较去年同期增速有所放缓，一方面是因为政府计划回购王新庄污水处理厂，从 2017 年 3 月开始该厂污水处理量逐渐减少，另一方面公司新开工的 PPP 项目建设期暂时未确认业绩。分业务来看，污水处理业务实现营收 4.21 亿元，同比增长 4.00%；供热销售业务实现营收 0.43 亿元，同比增长 25.35%；管网工程费收入及其他业务实现营收 482 万元，同比下降 68.23%。毛利率方面：污水处理业务毛利率为 53.75%，同比提高 5.50Pct，供热销售业务毛利率为 -75.84%，同比下降 7.5pct，公司的综合毛利率为 43.77%，比去年同期提高 1.45pct。期间费用方面：管理/财务费用分别为 2947/675 万元，同比增长 25.12%/ -38.09%，公司经营现金流净额为 2.60 亿元，同比下降 7.49%。

■ 凭借产业链优势彰显拿单能力，订单饱满发展后劲足

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、建筑垃圾、村镇污水、流域治理、污泥处理、光伏等领域，业务范围涵盖“大公用、大环保、大生态”等板块。公司不断完善产业链打造综合环境服务商，并表现出一流的拿单能力，2018 年以来先后中标民权县水务工程一体化建设及改造项目（8.15 亿元）、方城县中心城区潘河、三里河环境综合治理工程（9.45 亿元）、方城县中心城区甘江河、S103 线环境综合治理及龙泉公园工程 PPP 项目（8.19 亿元）、内黄县流河沟及硝河水环境治理工程 PPP 项目（7.61 亿元）、上蔡县水利局关于上蔡县杜一沟综

—2017-10-08

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%。

合治理 PPP 项目 (8.53 亿元), 巩义市生态水系建设工程项目 (13.97 亿元), 登封农村污水处理项目 (1.89 亿元), 总投资 57.79 亿元, 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, 公司有望凭借产业链及政府资源优势收获更多项目, 公司订单饱满发展后劲足。

■ 治理解决+订单充足+资产注入预期, 区域环保平台进入快速发展期

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, 解决了公司治理问题。同时公司不断完善产业链, 订单进入收获期, 目前在手订单超过 117 亿元, 区域环保平台即将进入高速发展期。

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。订单充足+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。由于公司 PPP 建设期暂未确认收入和利润, 我们预计公司 2018-2020 EPS 分别为 0.34、0.36、0.40 元, 对应当前股价 PE 为 20、19、17 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、PPP 项目建设期不确认收入和利润的风险、公司未来收购及资产注入不确定的风险、项目推进不及预期的风险、宏观经济下行风险。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	976	1172	1336	1478
增长率 (%)	4%	20%	14%	11%
净利润 (百万元)	322	332	353	385
增长率 (%)	8%	3%	6%	9%
摊薄每股收益 (元)	0.50	0.34	0.36	0.40
ROE (%)	5.78%	5.62%	5.65%	5.81%

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:	6.77	投资评级:	增持		日期:	2018-08-24
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值		2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标						
ROE	6%	6%	6%	6%	EPS		0.50	0.34	0.36	0.40	
毛利率	38%	40%	39%	39%	BVPS		8.42	5.95	6.31	6.70	
期间费率	13%	12%	13%	13%	估值						
销售净利率	33%	28%	26%	26%	P/E		13.65	19.88	18.67	17.12	
成长能力					P/B		0.80	1.14	1.07	1.01	
收入增长率	4%	20%	14%	11%	P/S		4.51	5.63	4.94	4.46	
利润增长率	8%	3%	6%	9%							
营运能力					利润表 (百万元)		2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.18	营业收入		976	1172	1336	1478	
应收账款周转率	1.69	2.61	2.61	2.61	营业成本		605	708	814	902	
存货周转率	21.86	21.47	21.47	21.47	营业税金及附加		34	37	47	52	
偿债能力					销售费用		0	0	0	0	
资产负债率	18%	18%	19%	20%	管理费用		68	80	94	103	
流动比	2.56	2.43	2.54	2.73	财务费用		24	23	34	39	
速动比	2.52	2.38	2.49	2.69	其他费用/(-收入)		(1)	(1)	(1)	(1)	
					营业利润		342	323	347	381	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业外净收支		(0)	29	28	28	
现金及现金等价物	1053	1154	1494	1945	利润总额		342	352	375	409	
应收款项	578	449	512	567	所得税费用		19	19	21	23	
存货净额	28	35	40	44	净利润		323	333	355	387	
其他流动资产	71	85	97	108	少数股东损益		1	1	1	1	
流动资产合计	1731	1723	2144	2664	归属于母公司净利润		322	332	353	385	
固定资产	2943	2926	2950	2992							
在建工程	239	379	479	446	现金流量表 (百万元)		2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	1735	2035	2078	2110	经营活动现金流		355	682	525	564	
长期股权投资	1	1	1	1	净利润		323	333	355	387	
资产总计	6761	7176	7763	8325	少数股东权益		1	1	1	1	
短期借款	201	201	301	401	折旧摊销		208	205	214	217	
应付款项	137	170	196	217	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	61	64	73	81	营运资金变动		(178)	72	(115)	(98)	
其他流动负债	276	276	276	276	投资活动现金流		(327)	(123)	(124)	(10)	
流动负债合计	675	710	845	974	资本支出		(211)	(123)	(124)	(10)	
长期借款及应付债券	404	454	554	604	长期投资		(1)	0	0	0	
其他长期负债	107	107	107	107	其他		(115)	0	0	0	
长期负债合计	511	561	661	711	筹资活动现金流		73	47	197	146	
负债合计	1186	1271	1506	1685	债务融资		80	50	200	150	
股本	650	975	975	975	权益融资		26	0	0	0	
股东权益	5575	5905	6256	6640	其它		(34)	(3)	(3)	(4)	
负债和股东权益总计	6761	7176	7763	8325	现金净增加额		100	606	598	701	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，8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。